التكامل بين الآليات المحاسبية وغير المحاسبية لنظم الحوكمة وأثره علي الأداء وخفض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للمنشأة "دراسة ميدانية على سوق الأسهم السعودي"

دكتور / أحمد سعيد قطب حسانين
أستاذ المحاسبة المشارك
قسم المحاسبة – كلية العلوم الإدارية
جامعة الملك سعود

مستخلص البحث

لقد تمت العديد من الدراسات في بيئات مختلفة حول العلاقة بين آليات الحوكمة المطبقة والعديد من المخرجات المحاسبية والإدارية والاقتصادية، ومع ذلك فلم تقدم تلك الدراسات نتائج متسقة وموحدة حول طبيعة هذه العلاقات. وفي اعتقاد الباحث أن هذه الاختلافات في نتائج الدراسات التطبيقية يمكن عزو جزء كبير من أسبابه إلي صعوبة التوافق حول مقاييس موضوعية وسليمة وفعالة قابلة للتطبيق في بيئات مختلفة والتي تشكل في مجموعها مؤشرات للنظام الجيد والفعال للحوكمة. هذه الدراسة تستقصي أثر جودة نظم الحوكمة علي القيمة السوقية للمنشآت في المملكة العربية السعودية من خلال التكامل بين الآليات المحاسبية وغير المحاسبية لنظم الحوكمة. وقد اعتمدت الدراسة على منهجية خاصة في تحديد الأبعاد المختلفة التي تشكل نظام الحوكمة الجيد والفعال وتحديد المؤشرات الخاصة بكل بعد منها. وقد توصلت الدراسة إلى وجود دليل ميداني من واقع السوق السعودي حول إيجابية العلاقة بين نظم الحوكمة المطبقة وكل من أداء الشركة وقيمتها الحقيقية وكذلك خفض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للمنشأة في السوق.

القسم الأول

تقديم عام لمشكلة البحث

١-١ مقدمة

مفهوم الحوكمة ينظر إليه بين الأوساط المهنية والأكاديمية على حد سواء كأسلوب إداري حديث يمكن عن طريقه إدارة المنشآت والمنظمات وإحكام الرقابة عليها ووضع الأطر اللازمة لتحديد العلاقات المتداخلة بين الأطراف داخل وخارج المؤسسات ومسؤوليات كل طرف بشكل دقيق. ولقد أخذ هذا المفهوم بعداً تطوريا بصورة سريعة في كافة بلدان العالم، في ضوء مجموعة من الدوافع والمبررات التي مثلت الباعث وراء ظهور هذا المفهوم وتطوره السريع بعد ذلك، من هذه الدوافع ما يلي:

- تقويم أداء الإدارة العليا بالمنشآت وتعزيز المساءلة.
- توفير الحوافز المجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للمنشآت بما يضمن تحقيق الأهداف العامة للمنشأة ومساهميها.
- مراجعة وتعديل القوانين الحاكمة لأداء المنشآت بحيث تتحول مسئولية الرقابة إلى كل من مجلس الإدارة والمساهمين ممثلين في الجمعية العمومية.
- مساهمة العاملين وغيرهم من الأطراف أصحاب المصلحة في نجاح أداء المنشأة لتحقيق أهدافها على المدى الطويل.
- ضمان الحصول على معاملة عادلة لجميع المساهمين مما يضمن حقهم المتكافئ في ممارسة الرقابة على أداء المنشأة.
- تشجيع المنشآت على الاستخدام الأمثل لمواردها بأكفأ السبل الممكنة، بما يساهم في رفع درجة الثقة في المنشأة وإدارتها ويعزز مصادر التمويل المتاحة أمام المنشأة.
- توفير إطار عام لتحقيق التكامل والتناسق بين أهداف المنشأة ووسائل تحقيق تلك الأهداف.
- توفير إطار واضح لمهام كل من الجمعية العمومية ومجلس الإدارة والمديرون التنفيذيين بما يضمن عدم حدوث لبس أو غموض أو تداخل بين اختصاصات هذه الأطراف.

- تحقيق نوع من التكامل بين المنشأة والبيئة المحيطة من حيث الجوانب القانونية والتنظيمية والاجتماعية السائدة.
- توفير إطار يساعد في تحديد سبل زيادة وعى المسئولين وأصحاب المصلحة بأساليب ممارسة السلطة وتحمل المسئولية.

١-٢ طبيعة مشكلة البحث

اهتزت أسواق المال خلال عام ٢٠٠٨م بأزمة مالية عصفت بتلك الأسواق على مستوي العالم مهددة العالم بأسرة في الوقوع في فترة كساد لم نشهدها منذ فترة الكساد التي وقعت عام ١٩٢٨م. وكانت الأسباب الرئيسية لذلك لوجود خلل في آليات الرقابة والمتابعة سواء على مستوي الشركات أو أسواق رأس المال. مما عظم الاعتقاد بأهمية نظم الحوكمة باعتبارها أداة الرقابة والمساءلة وجدار للحماية من مثل تلك الأزمات.

إن نمو الاهتمام بمفهوم الحوكمة قد ارتبط مع نمو حاجة المستثمرين والأطراف المعنية في سوق المال من المعلومات، وازدياد الطلب على إجراءات قوية لإدارة حوكمة فاعلة (Blue Ribbon Committee 1999). وعلى الرغم من أن الاهتمام بمفاهيم وأدوات الحوكمة يعود إلى القرن التاسع عشر في شكل المناداة بفصل المالكين عن الرقابة على العمل وجعلها في أيدي المدراء وأعضاء مجلس الإدارة (Berle & Means 1932) فقد حظي مفهوم الحوكمة باهتمام بالغ في الدراسات الأكاديمية، حيث تم النظر إلى هذا المفهوم على أنه من العناصر المهمة التي تقوم عليها قواعد السوق ، ولكن كان هناك محدودية في هذه الممارسات فقد أصبحت ممارسات الحوكمة تركز على الجهد المستمر في إزالة الغموض من تقارير المنشآت الذي بدوره يدعم الثقة العامة في أسواق المال حول العالم، وهذا الجهد قائم على وضع القواعد الصحيحة والقوانين والمحفزات موضع يؤكد على الشفافية والمحاسبة في إدارة المؤسسات (Cadbury 1992). فقد بدأ الاهتمام من جانب المستثمرين والمحللين الماليين ينصب في الآونة الأخيرة حول قضية مدى تأثير نظم الحوكمة على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية. وفي هذا الصدد أوضح McKinsey 2002 في استقصاء قام به بصدد آراء المستثمرين حول نظم الحوكمة أن حوالي ١٥% من الهيئات الاستثمارية والمستثمرين في الدول الأوروبية يعتبرون أن نظم

الحوكمة تعتبر ذات أهمية أعلي وأكبر من المسائل المالية المتعلقة بالشركات عند دراسة وتحليل قرارات الاستثمار، كما أوضح الاستقصاء أن حوالي ٢٢% من المستثمرين لديهم استعداد أن يدفعوا علاوة على قيمة الشركة مقابل امتلاكها نظما جيدة للحوكمة وأن قيمة تلك العلاوة قد تصل إلى ١٩% من قيمة الشركة.

وفي البيئة السعودية رغم أن هناك عدد من الكتابات التي تناولت موضوع الحوكمة إلا أنها تناولته في إطار نظري تجريدى يحدد مفاهيمه وأطرافه الأساسية ومرتكزاته وغير ذلك من الأمور ذات الطبيعة النظرية البحتة دون الدخول في تفاصيل العلاقة التأثيرية لنظم الحوكمة على متغيرات اقتصادية ومحاسبية خاصة بالشركة مثل قيمة الشركة، وأداء الشركة، وعوائد أسهم الشركة من السوق وغير ذلك من المتغيرات التي تعكس أثر نظم الحوكمة على سوق الأوراق المالية.

هذه الدراسة تحاول الإجابة على تساؤل أساسي وهو هل يمكن أن تؤدي نظم الحوكمة الجيدة إلي مؤشرات لتقييم أداء الشركة بصورة أكثر موضوعية ومن ثم إظهار قيمة الشركة في سوق الأوراق المالية بقيمة أقرب إلى قيمتها العادلة أو الحقيقية. أيضا تحاول هذه الدراسة الحصول على دلائل ميدانية حول تصنيف آليات الحوكمة إلى أبعادها المحاسبية وغير المحاسبية، وعلاقة كل من هذه الأبعاد بكل من أداء الشركة وقيمتها ودورها في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركة. وسوف تحاول الدراسة أن تقدم إجابة عن هذا التساؤل من واقع الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودية.

١–٣ أهداف البحث:

يتمثل الهدف العام لهذا البحث في بناء نماذج كمية تحكم العلاقة بين أدوات الحوكمة وكل من أداء الشركة وقيمتها، ومن ثم اختبار تلك النماذج ميدانيا في سوق الأسهم السعودي. وبصورة أكثر تحديدا يمكن تقسيم هذا الهدف العام في شكل أهداف تفصيلية على النحو التالي:

١. مناقشة وتحليل لائحة الحوكمة المطبقة في البيئة السعودية للتعرف على أبعادها المحاسبية وغير المحاسبية.
٢. بناء نموذج كمي للعلاقة بين أدوات الحوكمة وأداء الشركات.

٣. بناء نموذج كمي للعلاقة بين أدوات الحوكمة وقيمة الشركات .
٤. اختبار العلاقة بين بين أدوات الحوكمة وكلا من أداء وقيمة الشركات في سوق الأوراق المالية السعودية.
٥. تحديد دور أدوات الحوكمة في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للمنشأة.

١-٤ أسئلة البحث

يحاول هذا البحث الحصول على إجابات عن أسئلة الأساسية التالية:

١. هل هناك تأثير جوهري لتطبيق أدوات الحوكمة علي أداء الشركات في السوق السعودية ؟
٢. هل هناك تأثير جوهري لتطبيق أدوات الحوكمة علي قيمة الشركات في السوق السعودية ؟
٣. هل يؤدي تطبيق أدوات الحوكمة إلى تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركات في البيئة السعودية.

١-٥ حدود البحث

يحكم هذا البحث محددين أساسيين هما:

١. يتطرق هذا البحث لأثر تطبيق الشركات المساهمة السعودية لبنود لائحة الحوكمة علي الإفصاح عن القيمة العادلة لتلك المنشآت في سوق الأسهم دون التعرض لتأثيرات نظم الحوكمة علي الجوانب الأخرى للمنشآت والتي تخرج عن نطاق هذا البحث.
٢. كما أن الفترة الزمنية التي يغطيها البحث هو الإفصاح الوارد في تقارير الشركات المساهمة عن عام ٢٠٠٧م، وهي الفترة الأولي المتاحة للباحث بعد إصدار لائحة الحوكمة بقرار مجلس هيئة سوق المال السعودي التي صدرت بتاريخ ١٤٢٧/١٠/٢١هـ، الموافق ٢٠٠٦/١١/١٢م، والذي قضي بإنفاذ اللائحة بشكلها النهائي.

١–٦ منهج البحث

تحقيقاً لأهداف البحث السابقة ووصولاً لأفضل الأساليب والطرق للكشف عن تأثير حوكمة الشركات على قيمة المنشآت كمعالجة لمشكلة البحث، فإن الباحث سوف يعتمد على المنهج الاستنباطي والذي يعتمد على التفكير الاستنتاجي في محاولة اشتقاق العلاقة بين آليات الحوكمة الشركات وكل من الأداء المالي للشركة وقيمة الشركة وفجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركة.

١–٧ أسلوب البحث:

اتفاقا مع أهداف البحث ومنهجيته فسوف يعتمد هذا البحث على الأسلوبين التاليين:

الأسلوب الأول: الدراسة النظرية المكتبية للأبحاث والكتابات السابقة في هذا المجال وذلك بغرض تحليلها والاستفادة منها في صياغة الجوانب النظرية والفلسفية لهذا البحث.

إعتمدت الدراسة التطبيقية علي القوائم المالية المنشورة ومنشورات مؤسسة النقد العربي السعودي والكتاب السنوي لسوق الأوراق المالية والمواقع التي تنشر التقارير المالية وحركات تداول الأسهم.

الأسلوب الثاني: كما إعتمدت الدراسة التطبيقية علي تصميم قائمة استقصاء وتوزيعها على مديري بعض الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودية، وذلك للوقوف على آرائهم وخبراتهم والاستفادة منها في التغلب علي مشكلة البحث . ولقد تم إختبار فروض البحث باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة ، واعتماداً على حزمة البرامج الإحصائية الجاهزة SPSS .

١–٨ أهمية البحث

تأتى أهمية هذه الدراسة كنتيجة لمجموعة من الأسباب من أهمها:

١. الاتجاه المتزايد لدى الكثير من المنشآت والمؤسسات بكافة أنواعها سواء على المستوى الدولي أو الإقليمي أو المحلى من الأخذ بمفاهيم ومبادئ وإجراءات نظام

الحوكمة، كمحاولة لتلافي حدوث مشاكل قد تؤدى إلى حدوث انهيارات كما حدث لكثير من الشركات العملاقة في بيئات أخرى .

٢. أصبحت نظم الحوكمة أساسا لتحقيق الشفافية بهدف ضمان مصالح الأطراف ذات العلاقة بالتنظيمات وبالتالي سلامة اقتصاد المجتمع ككل.

٣. كما أنه يأتي في إطار التوافق مع الاتجاه العام للكثير من الدول إلى إنشاء هيئات مستقلة للحوكمة تشرف على عمليات التطبيق لنظم الحوكمة تلبية لتوصيات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

٤. يؤكد أهمية موضوع الدراسة ذلك الاتجاه والتنامي المتزايد في الدراسات التطبيقية لمفهوم الحوكمة من المهتمين في مجالات المحاسبة والاقتصاد والتمويل والإدارة والتخطيط الاستراتيجي. (Gompers et al 2003, Kelin 2002, Cremers & Nair 2005).

١-٩ خطة البحث

ينقسم الجزء الباقي من هذا البحث إلى أربعة أجزاء رئيسية: الأول منها يتنـــاول بالدراسة والتحليل للدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث واشتقاق فروض البحث. ويعرض الثاني للنموذج المقترح لدراسة أثر نظم الحوكمة علـــى أداء وقيمـــة الشـــركات والجانب الإجرائي لتطبيق النموذج. و يعرض الجزء الثالث للدراسة التطبيقية. وأخيـــرا يعرض الجزء الرابع لخلاصة ونتائج البحث وأهم مصادر البحث.

القسم الثاني

الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

٢–١ مقدمة

مع انتشار الاهتمام بمفهوم الحوكمة في السنوات الأخيرة، بدأت المحاولات البحثية والتطبيقية على المستويين الأكاديمي والمهني . وقد ظهر ذلك جلياً في هذا الوقت بالذات عندما أنصب اهتمام منفذي الأعمال والمراجعين على معايير مهنية عالية قائمة على المحاسبة والمسئولية. وفي القسم التالي نعرض لبعض الدراسات السابقة ذات الصلة بصورة تمكن من اشتقاق فروض البحث وأيضا تساعد في الإجابة عن أسئلة البحث وتحقيق أهدافه،. ويمكن بصفة عامة أن نعرض لأهم تلك الدراسات السابقة على مستويين الأول منهما يضم الدراسات التي ركزت علي تقييم تطبيقات نظم الحوكمة في بيئات مختلفة، والثاني يضم الدراسات التي ركزت على تحليل أثر نظم الحوكمة على أداء وقيمة الشركة.

٢–٢ الدراسات الخاصة بتطبيقات نظم حوكمة الشركات

كانت انطلاقة مفهوم الحوكمة عام ١٩٩٢م بصدور تقرير كادبرى البريطاني، حيث تلي هذا التقرير قيام العديد من الدول بإصدار تقاريرها لإصلاح ممارسات إدارات المنشآت وتضمين التقارير بأفضل الممارسات " **The code of best practice** " ومن أمثلة هذه التقارير التي صدرت على مستوى الدول التقرير الصادر في إندونيسيا عام ٢٠٠٠م " **Code for Good Corporate Governance**" ، التقرير الصادر في ألمانيا عام ٢٠٠٠م " **German Code of Corporate Governance** " ، التقرير الصادر في إنجلترا عام ٢٠٠٠م " **The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice** ".

هذا وتوجد بعض الاختلافات في الإجراءات التنفيذية لتلك النماذج نتيجة للاختلافات الثقافية بين الدول (**North 1990**)، (**Thomsen and Pedersen 1995**). ومع ذلك فأن المقومات الأساسية لهذه النظم متشابهة، حيث تشتمل على نواحي محاسبية، وإدارية، وقانونية. (**Cadbury1992، Greenbury 1995**).

وفي دراسته أكد Wright 1996 على أهمية الدور الذي يمكن أن تؤديه نظم الحوكمة في تحقيق زيادة درجة من الشفافية والإفصاح في التقارير المالية المنشورة. فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوى بين وجود نظام فعال للحوكمة وجودة الإفصاح والشفافية في التقارير المالية.

وعلى مستوى المنطقة العربية فهناك العديد من الدراسات التي تمت في هذا الصدد. فعلى سبيل المثال قام حسين عام ٢٠٠٣م بدراسة في دولة البحرين انتهت إلى وجود دلائل ومؤشرات على وجود هياكل للحوكمة في البحرين ، ولكن لا تزال بحاجة إلى تطوير مستقبلي بما يمكن من تحسين أوضاع المنشآت مستقبلا مع التأكيد على ديناميكية معينة للتأثير إيجابيا على أنظمة الحوكمة في البحرين.

كما قام شوقي عام ٢٠٠٣م بدراسة خاصة بتطبيقات نظم الحوكمة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ركزت على مدى تطبيق دول المنطقة لنظم الحوكمة في ضوء المبادئ التي حددتها منظمة التعاون الاقتصادي والبيئة OECD للحوكمة. وقد انتهت الدراسة إلى وجود مشكلات واعتبارات معينة أمام تطبيق تلك النظم في دول المنطقة وتحتاج أن تؤخذ بعين الاعتبار ومنها تكلفة تطبيق تلك المبادئ، مشاكل الإفلاس واستراتيجيات الخروج من السوق ، مشاكل فصل الملكية عن الرقابة على العمل ، مشاكل تحديد مهام مجلس الإدارة ولجنة المراجعة ، واقع وظيفة المحاسبة والمراجعة.

وقام عبد الرحمن ٢٠٠٣ بدراسة وتحليل مفهوم الحوكمة ومدى إمكانية تطبيقه في الشركات المصرية. حيث خلصت تلك الدراسة إلى وسائل لتفعيل هذا النظام تتلخص في تفعيل دور كل من المراجعة الخارجية، المراجعة الداخلية، الرقابة الداخلية، تطوير معايير المحاسبة والمراجعة، فصل مجلس الإدارة عن الإدارة التنفيذية، الاهتمام بالإفصاح والشفافية في القوائم المالية، تفعيل دور لجان المراجعة. كما توصلت الدراسة إلى أن تطبيق هذا الأسلوب أو المفهوم في البيئة المصرية من شأنه أن يؤدى إلى تفعيل عملية الإشراف والرقابة والمتابعة على الشركات المساهمة مما ينعكس على تحسين الأداء بهذه الشركات. كما يساعد تطبيق هذا النظام على زيادة الشفافية في القوائم المالية وحماية المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى بالشركة.

٢-٣ الدراسات الخاصة بتحليل أثر نظم الحوكمة على أداء وقيمة الشركة

قام Labelle 2002 بدراسة على الشركات الكندية لاختبار العلاقة بين جودة تطبيق والإفصاح عن ممارسات الحوكمة من ناحية وبين أداء الشركة مقاسا بالعائد على رأس المال المستثمر والعائد على حقوق الملاك من ناحية أخري. إلا أن الدراسة لم تتوصل إلي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية لتلك العلاقة. بل تغيرت طبيعة تلك العلاقة من سنة لأخرى مما يؤكد على الحاجة إلى مزيد من الدراسات التي تتقصي طبيعة تلك العلاقة.

كما أكدت دراسة Wier et al 2001 والتي طبقت في إنجلترا للتحقق من مدى تأثير تطبيق توصيات لجنة Cadbury على أداء الشركات، حيث توصلت الدراسة إلى دلائل حول دور وأهمية إجراءات نظم الحوكمة في تحسين أداء الشركات. وتحديداً أكدت الدراسة أن تكوين لجان للمراجعة من المديرين غير التنفيذيين والمستقلين عن مجلس الإدارة لعب دوراً هاما في هذا الصدد.

وقام التونسي عام ٢٠٠٣م بدراسة مماثلة عن البيئة السعودية والتي انتهت إلى ثبوت عدم وجود علاقة تأثيرية في الوقت الحالي بين نظم الحوكمة والأداء في المنشآت المساهمة في السوق السعودي. وأوصت الدراسة بضرورة إجراء المزيد من الدراسات حول مدى إمكانية تطبيق نظم الحوكمة في ضوء الاعتبارات الثقافية والاجتماعية للبيئة السعودية.

في عام ٢٠٠٣ قام Gompers et al بتحليل العلاقة بين نظم الحوكمة والعوائد طويلة الأجل على حقوق الملكية وقيمة المنشأة والمقاييس المحاسبية للأداء وذلك على عدد ١٥٠٠ شركة في البيئة الأمريكية للفترة من ١٩٩٠ وحتى ١٩٩٩. وقد توصلت الدراسة إلي أن الشركات التي لديها نظم جيدة للحوكمة تحقق معدلات للعائد على حقوق المساهمين أعلى من مثيلاتها التي لا تمتلك مثل تلك النظم للحوكمة. كما وأن القوائم المالية لتلك الشركات توضح مؤشرات أداء تشغيلي أفضل من الشركات الأخرى. كما أكدت الدراسة على أن الشركات التي لديها حقوق أعلى للمساهمين تقوم من قبل السوق بقيمة أعلى من تلك الشركات التي لديها حقوقا أقل. وانتهت الدراسة على أن تلك النتائج تشجع المستثمرين في السوق الأمريكي على اعتماد نظم الحوكمة كأحد المتغيرات التي يعتمدون عليها في قراراتهم الاستثمارية .

في البيئة الألمانية قام Drobetz et al 2004 بإجراء دراسة مشابهة لدراسة Gompers للفترة من ١٩٩٨ وحتى ٢٠٠٢. حيث تم تحليل العلاقة بين نظم الحوكمة والعوائد طويلة الأجل على حقوق الملكية على عدد ٢٥٣ من الشركات الألمانية. وقد قسمت الشركات إلى مجموعتين الأولي لديها نظم جيدة للحوكمة والأخرى لديها نظم حوكمة ضعيفة. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تمتلك نظما جيدة للحوكمة تحقق زيادة سنوية في معدلات العائد تصل إلى ١٦,٤%.

في عام ٢٠٠١ قام De Jong et al بإجراء دراسة حول تأثير نظم الحوكمة على قيمة المنشآت في البيئة الهولندية. وقد توصلت الدراسة إلي وجود علاقة إيجابية بينهما حيث أن الشركات التي لديها نظم جيدة للحوكمة تحقق قيما أعلى من مثيلاتها التي لديها نظما للحوكمة دون المستوى.

في عام ١٩٩٩ قام La Porta et al باستقصاء الفروق في معايير وأدوات الحوكمة عبر ٢٧ دولة حيث أوضحت الدراسة أن الشركات الموجودة في دول تطبق نظم حوكمة وتضع لها هيئات منظمة ومشرفة على التطبيق حققت قيما أعلى من الشركات الموجودة في دول لم تصل بعد لذلك المستوى من التنظيم والإشراف على تطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة.

قام كلا من Ira & MacAvoy 2001 بدراسة ميدانية هدفت إلى تقديم دليل علمي حول مدي الارتباط بين الحوكمة الجيدة والأداء الناجح للشركة. وقد توصلت الدراسة إلي أن هناك علاقة كبيرة ولها وزنها من الناحية الإحصائية بين الشركات التي تتبع ممارسات جيدة للحوكمة والتي تم قياسها عن طريق وجود مجالس إدارة نشطة مستقلة والأداء الأفضل للشركة.

وفي دراسته عام ٢٠٠٤ قام Bauer et al., وآخرون بدراسة حول تأثير نظم الحوكمة على كل من قيمة الشركة وأدائها وعوائد أسهمها من السوق. وقد تمت الدراسة في المجتمع الأوربي، حيث شكلت الدراسة محفظة من المنشآت المسجلة في هذا السوق ولديها نظم جيدة للحوكمة مطبقة فيها بفعالية، ومحفظة أخري من المنشآت المسجلة في هذا السوق ولديها نظم ضعيفة للحوكمة مطبقة فيها . ثم قامت الدراسة باختبار العلاقة بين الحوكمة كمتغير مستقل وكل من قيمة الشركة وأدائها وعوائد أسهمها من السوق

كمتغيرات تابعة، مستخدمة في ذلك مقياس توبينز كيو Tobin's q كمؤشر لقياس قيمة الشركة، كما استخدمت صافي الدخل ومعدل العائد على حقوق المساهمين كمؤشرات لأداء الشركات. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين نظم الحوكمة من جهة وكل من قيمة المنشأة وعوائد أسهمها من السوق من جهة أخري، في حين توصلت الدراسة إلي وجود علاقة سلبية بين نظم الحوكمة وأداء المنشأة ممثلا في مؤشرين هما صافي الدخل ومعدل العائد على حقوق الملكية. وقد توصلت الدراسة أيضا إلى وجود اختلافات في معنوية تلك العلاقات عند أخذ الاختلافات البيئية بين الدول محل التطبيق.

في دراسته عام ٢٠٠٤ قام Seung Baek وآخرون بدراسة حول أثر نظم الحوكمة على قيمة الشركة، حيث تمت الدراسة في البيئة الكورية خلال فترة الأزمة المالية عام ١٩٩٧م. وقد تم اختيار مجموعة من المؤشرات لنظم الحوكمة. وقد توصلت الدراسة إلي نتائج هامة أهمها أن الشركات التي تتسم بدرجة تركيز عالي في الملكية على المستثمرين الأجانب كانت لديها درجة أقل من انخفاض أسهمها في السوق في تلك الفترة. أيضا توصلت الدراسة إلي أن المنشآت ذات نظام الإفصاح علي الجودة ومصادر تمويل خارجية واجهت مشاكل أقل في تلك الفترة. كما توصلت الدراسة أيضا إلي أن المنشآت التي لديها نظام رقابي على حق التصويت كانت أقل تأثراً بتلك الأزمة المالية. وخلصت الدراسة إلى أن التغير في قيمة المنشآت خلال فترة الأزمة المالية الكورية كان دالة للفروق في درجة تطبيق نظم حوكمة جيدة في ضوء المؤشرات المختارة.

في دراسته عام ٢٠٠٤ قام Bai وآخرون بدراسة حول علاقة آليات نظم الحوكمة وتقييم السوق للمنشآت العامة المسجلة في السوق. وقد تمت الدراسة في البيئة الصينية. وقد كونت الدراسة مجموعة من المؤشرات لكل من نظم الحوكمة وتقويم السوق للشركات خلال ثلاث سنوات من عام ١٩٩٩ وحتى ٢٠٠١م. وقد استقصت الدراسة تلك العلاقة في ضوء عامل رقابي متعارف عليه في السوق الصيني في عمليات تحليل السوق حتى يمكن تلاشي أثر الاختلافات في الحجم أو المتغيرات الأخرى التي يفضل تحييد أثرها عند التحليل. وقد توصلت الدراسة إلى تدعيم للعديد من الفرضيات النظرية المطروحة طرحاً عاماً، فقد وجدت الدراسة أن درجة تركيز الملكية وعدم وجود رقابة علي الملكية وإصدار الأسهم للمستثمرين الأجانب له تأثير إيجابي على تقييم المنشأة، في حين توصلت

الدراسة إلي أن هناك إلى وجود تأثير سلبي في المنشآت التي لديها اتساع فـي الملكيـة وخاصة المنشآت التي تمتلك الحكومة جزءً كبيراً من أسهمها.

في دراسته عام ٢٠٠٥ قام **La Rocca** بدراسة لاستقصاء أثر نظـم الحوكمـة على العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المنشأة حيث أن التعرف على طبيعة تلك العلاقة يمكن أن تضيف وتساهم لمحاولات التعرف على العلاقة بين قيمة المنشـأة والمتغيـرات الأخرى لنظم الحوكمة. وقد قدمت الدراسة نموذج نظري وبعض المقترحات التي يجب أن تؤخذ في الحسبان في الدراسات المستقبلية التي تستقصي العلاقة بين نظم الحوكمة وقيمة المنشأة.

في دراسته عام ٢٠٠٦ قام **Prasanna** بدراسـة لاستقصـاء مـا إذا كانـت استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لها أي تأثير علي تعظيم قيمـة المنشـأة. ومـن خـلال الدراسة الميدانية لم يصل الباحث إلى أي أدلة تؤكد وجود تلك العلاقة، ومـع ذلـك فقـد توصلت الدراسة إلى أن طبيعة المتغيرات المستخدمة في التطبيق قد تكون عاملاً يفسر ما توصلت إليه من نتائج، حيث أوصت الدراسة إلى إدخال عوامل رقابة (مثل نمو الصناعة أو تفاعل قوي السوق ونموذج الملكية) في إيضاح طبيعة العلاقة الحقيقية بين اسـتقلالية أعضاء مجلس الإدارة كأحد متغيرات الحوكمة ومدي تأثيرها علي تعظيم قيمة المنشأة.

في دراسته عام ٢٠٠٦ قام **Ashbaugh- Skaife** وآخرون بدراسة العلاقة بين نظم الحوكمة ممثلة في مجموعة من المؤشرات (مثل درجة نفوذ أعضاء مجلس الإدارة، وملكية أعضاء مجلس الإدارة وخبرتهم، درجة وتوقيـت الإفصـاح) والترتيـب النسـبي للمنشأة في السوق الهولندي. وقد توصلت الدراسة إلى أن الترتيب النسبي للمنشأة يرتبط بعلاقة عكسية مع درجة نفوذ أعضاء مجلس الإدارة، ولكن العلاقة كانت إيجابية مع درجة وتوقيت الإفصاح وملكية أعضاء مجلس الإدارة وخبرتهم.

في دراسته عام ٢٠٠٦ قام **Ting** بالإجابة عن تساؤل هام وهو متى تضيف نظم الحوكمة لقيمة الشركة؟. وقد تمت الدراسة في البيئة التايوانية خلال فترة الأزمة الماليـة من عام ١٩٩٢ وحتى ٢٠٠٢م، حيث توصلت الدراسة من خلال الواقع الميـداني إلـي وجود أثر إيجابي لنظم الحوكمة علي أداء المنشأة. كما توصلت الدراسة إلى أن أثر نظـم الحوكمة يكون أكبر تحت الظروف الاقتصادية غير المواتية وتكاليف الوكالـة المرتفعـة

والهيكل التنظيمي الأكثر تعقيداً. بالإضافة إلى ذلك توصلت الدراسة إلى أن آليات نظم الحوكمة تعمل بكفاءة وفاعلية عندما يكون المديرون لديهم قناعة بأهمية نظم الحوكمة.

في دراسته عام ٢٠٠٧ قام Chhaochharia & Grinstein بدراسة في البيئة الأمريكية حول أثر إصدار التشريعات الجديدة من جانب بورصة الأوراق المالية. حيث وجدت الدراسة أن هناك أثر لطبيعة تلك التشريعات وكذلك توقيت إصدارها علي قيمة المنشأة في البورصة. كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر لحجم المنشآت في درجة تأثرها بتلك التشريعات وتوقيت إصدارها. فقد حققت المنشآت ذات الأحجام الكبيرة عوائد غير عادية إيجابية من تلك التشريعات، في حين حققت المنشآت ذات الأحجام الصغيرة عوائد غير عادية سلبية من تلك التشريعات. كما توصلت الدراسة إلى أن المنشآت الأصغر حجما أسرع تأثراً بتلك التشريعات الجديدة عن المنشآت الكبيرة. وبذلك قدمت الدراسة دليلا ميدانيا يدعم فرضية أن المنشآت الأصغر حجما أكثر وأسرع تأثراً بالتشريعات الجديدة عن المنشآت الكبيرة.

٢-٤ خلاصة الدراسات السابقة وعلاقتها بالدراسة الحالية

يمكن استنتاج مجموعة من الحقائق الأساسية من الدراسات والتجارب السابقة التي تم استعراضها والتي تتعلق بتطبيق وتفعيل نظم الحوكمة منها ما يلي:

- أن نظم الحوكمة يمكن أن تؤدى إلى زيادة درجة وجودة الإفصاح والشفافية في القوائم المالية.
- أن نظم الحوكمة أصبحت من الضرورات والمقومات الأساسية لنجاح أي سوق مال ، وهو ما يعد مطلبا خاصا في السوق السعودي الذي ينمو في الوقت الحالي بصورة متزايدة وأصبح يمثل سوقا رائداً في المنطقة العربية يل والعالمية. وهذا يؤكد مدى الحاجة إلى الإسراع بتطبيق هذا المفهوم الحيوي على كافة المنشآت حتى تتمشى الممارسات والأنظمة المتبعة مع ما هو مطبق عالميا.
- أن نظام الحوكمة يمكن أن يؤدى إلى حماية وزيادة حقوق المساهمين وثرواتهم على المدى الزمني طويل الأجل.

- لم يتم حتى الآن بناء نموذج أو رقم قياسي كقياس لأفضل ممارسة الحوكمة Benchmarking والذي يمكن استخدامه في التعرف علي واقع الحوكمة في الشركات، ومن ثم إمكانية توافر نموذج كمي يساعد علي قياس أثر تطبيق نظم الحوكمة على أداء الشركات وقيمتها في سوق الأوراق المالية.
- علي الرغم من تعدد الدراسات التي تمت حول تقصي العلاقة بين آليات الحوكمة المطبقة والعديد من المخرجات المحاسبية والإدارية والاقتصادية في بيئات مختلفة، إلا أنها لم تقدم نتائج متسقة وموحدة حول طبيعة هذه العلاقات. هذه الاختلافات يمكن عزو جزء كبير من أسبابها إلي صعوبة التوافق حول مقاييس موضوعية وسليمة وفعالة قابلة للتطبيق في بيئات مختلفة والتي تشكل في مجموعها مؤشرات للنظام الجيد والفعال للحوكمة. (Larcher et al 2007).
- أوضحت تلك الدراسات وجود علاقة تأثيرية لنظم الحوكمة الجيدة على أداء وقيمة الشركات، ولكنها في ذات الوقت أكدت على أن تلك العلاقات لم تكن معنوية في بعض البيئات، مما يدعو إلى مزيد من الدراسات التي تستقصي طبيعة تلك العلاقات.

ومن تلك الاستنتاجات السابقة تتوجه الدراسة الحالية نحو مناقشة القضايا الأساسية التالية:

١. التعرف على الأبعاد المحاسبية وغير المحاسبية لنظم الحوكمة ومدي تكاملها في التأثير على كل من أداء الشركة وقيمتها وفجوة التوقعات عن قيمتها العادلة.
٢. بناء نموذج كمي للعلاقة بين أدوات الحوكمة وأداء الشركات.
٣. بناء نموذج كمي للعلاقة بين أدوات الحوكمة وقيمة الشركات .
٤. اختبار العلاقة بين أدوات الحوكمة وكلا من أداء وقيمة الشركات في سوق الأوراق المالية السعودية.
٥. التحقق من الدور الذي يمكن أن تلعبه أدوات الحوكمة في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للمنشأة.

٢-٥ فروض البحث

في ضوء ما توصل إليه الباحث من خلاصة للدراسات السابقة ذات علاقة بأسئلة البحث وأهدافه وما تم استنتاجه من قضايا أساسية تمثل إطار للإجابة عن تلك الأسئلة، فإنه يمكن اشتقاق الفرض الأساسي للبحث في تحليل أثر نظم الحوكمة الجيدة على كل من أداء وقيمة الشركة، وهذا الهدف العام ينبثق منه أهدافا تفصيلية على النحو التالي:

١. الشركات السعودية تلتزم بتطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة على الرغم من عدم وجود إلزام قانوني بذلك .
٢. هناك علاقة ارتباط بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة ومستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي.
٣. هناك علاقة ارتباط بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة وقيمة الشركات في سوق الأسهم السعودي.
٤. هناك تأثير لتطبيق نظم الحوكمة على تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي.

القسم الثالث

الإطار الفكري والنموذج المقترح

٣-١ مقدمة:

خلص التقديم النظري السابق إلى تحديد الهدف العام للبحث وما يرتبط به من أهداف فرعية، وكذلك صياغة الفروض الأساسية للبحث. وفي هذا القسم نعرض لوسائل تحقيق أهداف البحث من خلال عرض إطار فكري ينبني على محتويات أساسية تبدأ بمناقشة وتحليل الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات وعلاقتها بالمعلومات المحاسبية، ثم نناقش نواحي التكامل بين آليات الحوكمة وتأثيرها على أداء وقيمة الشركات. ثم نعرض منهجية تحديد مؤشرات الحوكمة التي سوف تعتمد عليها الدراسة في الجانب الميداني وعلاقات الارتباط المتوقعة بينها. يلي ذلك عرض لمؤشرات قياس أداء وقيمة الشركة. وأخيرا، نعرض لطبيعة العلاقة بين متغيرات الحوكمة وكل من أداء وقيمة الشركة متبوعة بعرض للنماذج الكمية لقياس تلك العلاقات بصورة تفصيلية.

٣-٢ الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات وعلاقتها بالمعلومات المحاسبية.

تتمثل هذه الجوانب من وجهة نظر الباحث في الجوانب النظرية والإجرائية التي لا يمكن تطبيق نظم الحوكمة بدونها لأنها بمثابة الإطار العام الذي يجب علي جميع الوحدات الاقتصادية أن تبدأ به حتى يمكن لها التحقق من تطبيق تلك النظم ، وقد تم صياغتها بالاعتماد على الدراسات السابقة، فضلا عن الرأي الشخصي للباحث، ونعرض لهذه الجوانب في الجزء التالي.

٣-٢-١ مضمون حوكمة الشركات.

يمكن النظر إلى مضمون عملية الحوكمة من زوايا عديدة، وبصدد موضوع الدراسة فإن نظام الحوكمة يتم النظر إليه من خلال انعكاساته على متخذي قرارات الاستثمار أو أسواق المال، أي من خلال منهج تعظيم حقوق المساهمين حيث يعرف نظام الحوكمة على أنه " مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين الإدارة في الشركات والمساهمين وأصحاب المصالح من خلال مجموعة من الآليات في شكل إجراءات وأساليب

لإدارة الشركة وتوجيه نشاطاتها بما يؤدي إلى ضمان تطوير الأداء والإفصاح والشفافية والمساءلة، ومن ثم تعظيم حقوق المساهمين على المدى البعيد، بالإضافة إلى مراعاة حقوق ومصالح الأطراف الأخرى ذات الصلة بالمشروع. (Dermirag et al 2000).

٣-٢-٢ أهداف ومزايا حوكمة الشركات.

لو لم يكن للحوكمة من الأهداف والمزايا التي تدعمها ، لما سعت معظم الوحدات الاقتصادية بل والدول إلي تطبيقها ووضعت التشريعات المختلفة اللازمة لها. ولقد اختلفت المفاهيم المستخدمة للتعبير عن هذه الأهداف والمزايا منها المنافع أو الدوافع أو البواعث ولكنها جميعاً تدخل ضمن الأهداف والمزايا (OCED 1999 Millstein 1999) والتي يمكن التعبير عنها في النقاط التالية :

١- تحسين القدرة التنافسية للوحدات الاقتصادية وزيادة قيمتها.
٢- فرض الرقابة الفعالة على أداء الشركات وتدعيم المساءلة المحاسبية بها.
٣- ضمان مراجعة الأداء التشغيلي والمالي والنقدي للوحدة الاقتصادية.
٤- تقويم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة فيها .
٥- تعميق ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ والمعايير المتفق عليها .
٦- تعظيم أرباح الوحدة الاقتصادية.
٧- زيادة ثقة المستثمرين في أسواق المال.
٨- الحصول علي التمويل المناسب والتنبؤ بالمخاطر المتوقعة.
٩ – تحقيق العدالة والشفافية ومحاربة الفساد.
١٠- مراعاة مصالح الأطراف المختلفة وتفعيل التواصل معهم .

٣-٢-٣خصائص حوكمة الشركات.

يري الباحث أنه من الضروري لتفعيل نظم الحوكمة أن تتوافر فيها مجموعة من الخصائص التي تمثل سمات لنظم حوكمة الشركات تساعد على تكامل الجوانب الفكرية الخاصة بها، كما تساعد على تحقيق أهدافها ومزاياها المتعددة ، ويمكن من استقراء الدراسات السابقة ذات الصلة تحديد أهم تلك الخصائص في الآتي:-

١. المسئولية أمام مختلف الأطراف.
٢. استقلالية مجلس الإدارة واللجان المختلفة.
٣. الانضباط الذاتي والالتزام بالقوانين.
٤. منع المتاجرة بالسلطة والمعلومات الداخلية للوحدة الاقتصادية.
٥. حماية أصول الوحدة الاقتصادية.

٣-٢-٤ مقومات حوكمة الشركات

يمكن القول بإمكانية تحقيق مفهوم حوكمة الشركات من خلال توافر مجموعة من الإدارية والفنية والمالية والتنظيمية في الشركة (Shleifer & Vishny 1999)، وتمثل المقومات التالية الدعائم الأساسية التي يجب توافرها حتى يمكن الحكم بتطبيق حوكمة الشركات في الوحدة الاقتصادية وهي :

١. توفر القوانين واللوائح الخاصة بضبط الأداء الإداري للوحدة الاقتصادية.
٢. وجود لجان أساسية – منها لجنة المراجعة – تابعة لمجلس الإدارة لمتابعة أداء الوحدة الاقتصادية.
٣. وضوح السلطات والمسئوليات بالهيكل التنظيمي للوحدة الاقتصادية.
٤. فعالية نظام التقارير وقدرته على تحقيق الشفافية وتوفير المعلومات .
٥. تعدد الجهات الرقابية على أداء الوحدة الاقتصادية.

٣-٢-٥ محددات حوكمة الشركات.

يحكم نظم الحوكمة مجموعة من المحددات التي يمكن النظر إليها على أنها قيود على الحوكمة، ولكنها في الواقع تمثل ضوابط لضمان فعالية تطبيق الحوكمة، وقد تناولت العديد من الدراسات أهم المفردات التي يتضمنها كل محدد (Stephen & Brian 2002) والتي يمكن إيجازها على النحو التالي:

- محددات خارجية وتشمل الأنظمة والتشريعات والأجهزة الرقابية، معايير المحاسبة، معايير المراجعة، المؤسسات المالية، الأسواق.
- محددات داخلية وتشمل المساهمون، مجلس الإدارة والمديرون، أصحاب المصالح، المراجعة، طرق الإفصاح المحاسبي.

٣-٢-٦ آليات حوكمة الشركات.

لقد تم تحديد آليات الحوكمة في ثلاث آليات أساسية هي الآليات المحاسبية والآليات الإدارية والآليات القانونية. هذه الآليات تمثل خمسة مجموعات من المقومات لنظم الحوكمة الجيدة وهي حماية حقوق المساهمين، المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين، ضمان دور أصحاب المصالح، الشفافية والإفصاح، مسئوليات مجلس الإدارة. ومن خلال دليل الحوكمة الذي أصدرته هيئة السوق المالية السعودية. تم تحديد المقاييس أو المؤشرات المندرجة تحت كل آلية من آليات الحوكمة الثلاثة المختارة .

٣-٣ تكامل آليات الحوكمة والتأثير على أداء وقيمة المنشأة

تؤدى النظم المحاسبية دورا أساسيا وهاما في تفعيل نظم الحوكمة. فالناتج النهائي من النظم المحاسبية يتمثل في التقارير والقوائم المالية التي تعد وسيلة الاتصال الأساسية في مجالات الأعمال. وتتأثر المحاسبة بصورة عامة بالمتغيرات البيئية والتنظيمية المحيطة سواء داخل المنشأة أو خارجها. ونتيجة منطقية في هذا الصدد مؤداها تأثر العملية المحاسبية كأحد آليات نظم الحوكمة بالمتغيرات المحيطة والتي يمكن بلورة شق منها في الآليات غير المحاسبية التي تتضمنها نظم الحوكمة.

إن هناك عامل مشترك بين الآليات المحاسبية والآليات غير المحاسبية لنظم الحوكمة وهو قيام كل منهما على حل مشكلة الوكالة الناتجة عن انفصال الملكية عن الإدارة والرغبة في وضع ضوابط لتعظيم قيمة المنشأة من خلال اتخاذ قرارات من شأنها تعظيم منافع طرفي علاقة الوكالة الإدارة و الملاك. وثمة بديهية أساسية في الفكر المحاسبي ومجال المراجعة وهو أن وجود مراجع مستقل وقوائم مالية قابلة للمراجعة من قبل هذا المراجع المستقل والمحايد بين أطراف مشكلة الوكالة في التنظيمات من شأنه أن يؤدى دورا هاما وأساسيا في حل مشكلات الوكالة.

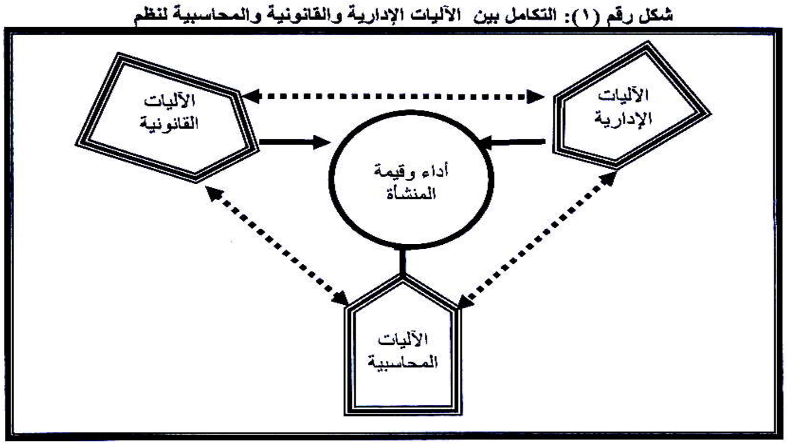
وإذا ما نظرنا إلي نظام الحوكمة في ضوء تشخيصه وتحليله إلي ثلاث مكونات أساسية متكاملة وهي مستوي الآليات القانونية، ومستوي الآليات الإدارية، وأخيراً مستوي الآليات المحاسبية. وإذا ما نظرنا علي مستوي الآليات القانونية لنظم الحوكمة نلاحظ أنها تركز علي ضمان حقوق المساهمين التي تتصل أساساً باستثماراتهم وعوائد تلك

الاستثمارات وكذلك تحقيق مراعاة حقوق أصحاب المصلحة. وتلعب الآلية المحاسبية دوراً هاماً في هذا الصدد من خلال توفير المعلومات الكافية عن القرارات المتصلة بتلك الحقوق. أيضا، نظم الحوكمة تضمن ليس فقط حقوق المساهمين، ولكن أيضا تضمن المعاملة المتكافئة بين جميع المساهمين من حيث نسب ونوعية مساهماتهم في الشركة. وتلعب المعايير المحاسبية التي تحكم إعداد القوائم والتقارير المالية دوراً هاماً في هذا الصدد.

وعلي مستوي الآليات الإدارية نلاحظ أنها تهتم أساساً بأمور تتعلق بالتحديد الواضح لاختصاصات مجلس الإدارة ومسئولياته وطرق الإضطلاع بتلك المسئوليات ومتابعتها، فانه يمكن القول بأن الإدارة من خلال أدائها لدورها داخل الشركة لها خطوط سلطة وعليها مسئوليات محددة بوضوح، ويجب أن تنفذ تلك المسئوليات من خلال القرارات التي تتخذها بما يحقق مصالح أطراف الشركة بصورة عادلة ومتساوية. وتلتزم الإدارة في ذلك بقواعد السلوك الأخلاقي. وتمثل التقارير المالية أداة لتقييم أداء الإدارة في ضوء الاختصاصات المخولة لها.

ومن وجهة نظر الباحث فإنه يمكن النظر إلى الآليات غير المحاسبية لنظم الحوكمة بمثابة محددات على الآلية المحاسبية وفى ذات الوقت فهي تمثل مجموعة من الأطر القانونية والتنظيمية والمجتمعية التي تعمل من خلالها وفى ظلها النظم المحاسبية. وفي ذات الوقت فإن الآلية المحاسبية تمثل نظاما للتغذية العكسية فيما يتعلق بالاطمئنان على مدى الالتزام بالآليات غير المحاسبية ومن ثم تحقيق أهداف الحوكمة بصورة عامة. وبصورة أكثر تحديدا فإن التقارير والقوائم المالية من ناحية بصفتها المخرج الأساسي للنظم المحاسبية – بالتالي لنظم الحوكمة– تمثل أداة التحقق والمتابعة والتقويم لمدى الالتزام بهذه النظم بأبعادها المحاسبية وغير المحاسبية، وفى ذات الوقت فهي تمثل أحد الأدوات الأساسية لعملية الحوكمة بآلياتها غير المحاسبية. معنى ذلك فإن هناك علاقة تأثيرية تبادلية **Duality of structure** بين الآليات المحاسبية والآليات غير المحاسبية لنظم الحوكمة. ويمكن أن نوضح طبيعة تلك العلاقات من خلال الشكل رقم (١).

شكل رقم (١): التكامل بين الآليات الإدارية والقانونية والمحاسبية لنظم



٣–٤ منهجية تحديد مؤشرات الحوكمة

في دراسة سابقة قدم الباحث* تبويب لأبعاد هيكل نظام الحوكمة الوارد بدليل الحوكمة السعودي، وكانت تلك الدراسة في المراحل الأولي من تطبيق النظام. وتقدم الدراسة الحالية للباحث تبويباً جديداً في ضوء خبرات التطبيق في السوق السعودي بدلالة الأهمية والتطبيق أيضاً، من أجل تطوير المؤشر المستخدم في الدراسة لقياس مدي تطبيق والالتزام بنظام الحوكمة، وللتحقق من واقعية هذا التبويب تم تصميم قائمة استبيان لاستطلاع رأي الشركات فيها ولقد تم استخدام التحليل العاملي (Factor Analysis) من خلال تحليل المكونات الأساسية (Principal Component Analysis)، وذلك للتحقق من صحة التبويب وتكامل العلاقات بين المؤشرات المندرجة تحت كل بعد من الأبعاد المختلفة التي تشكل هيكل نظام الحوكمة الفعال.

٣–٥ العلاقات الإرتباطية المتوقعة بين مؤشرات الحوكمة

قد تكون هناك علاقات ارتباط بين مؤشرات الحوكمة وبعضها البعض ويكون لها تأثير غير مباشر على طبيعة ودرجة علاقة نظم الحوكمة بمتغيرات الدراسة التابعة وهي

* بحث بعنوان " أثر إصدار لائحة نظام حوكمة الشركات السعودية في الحد من قدرة الشركات على إدارة الأرباح: دراسة نظرية وميدانية" ، تحت النشر بمجلة مركز بحوث كلية إدارة الأعمال جامعة الملك سعود.

قيمة المنشأة وأداء المنشأة وفجوة التوقعات عن القيمة العادلة. وفي هـذا الصـدد يجـب دراسة هذه العلاقة الإرتباطية حتى يمكن استبعاد تأثيراتها أو التحكم فـي تلـك التـأثيرات وعزلها عند دراسة العلاقات الأساسية. وسوف يتم أخذ ذلك في الحسبان في الجزء الخاص بالدراسة الميدانية اعتمادا على اختبار T statistics .

٣-٦ مؤشرات قياس قيمة وأداء الشركة

يزخر الفكر المحاسبي والإداري على الكثير من المقترحـات والنمـاذج الكميـة المعبرة عن كل من قيمة الشركة وأداء الشركة. وقد اعتمدت الدراسة على مجموعة مـن المؤشرات لحساب قيمة وأدائها وأهمها القيمة الاسـتبدالية للأصـول والقيمـة السـوقية للأصول والعائد على حقوق الملاك. ونوضح في الجزء التالي آلية استخدام تلك المؤشرات.

٣-٦-١ مؤشر قياس قيمة الشركة

للقيمة معاني ودلالات واسـتخدامات عديـدة فـي الفكـر المحاسـبي والإداري والاقتصادي. وتؤدي الاختلافات في تلك الدلالات إلي اختلافات جوهرية في نتائج التقـويم. وتهدف الدراسة الحالية إلي تخفيض الفروق بين تلك الدلالات للقيم الأساسية للمنشآت في سوق المال إلي أقصي درجة ممكنة من خلال تكامل وتفاعل آليات الحوكمة.

القيمة السوقية Market Value

وهو من أكثر المفاهيم شيوعا في الفكر الاقتصادي والتمويلي، وهي تمثل القيمة العادلة بين مشتري راغب في الشراء وبائع راغب في البيع وكلاهما لديه حرية التصـرف في الاتفاق ولدي كل منهما المعلومات الضرورية لإتمام الصفقة. ولأغراض الدراسة فـي هذا الصدد يتم الاعتماد على القيمة السوقية للسهم بالنسبة للشركة، والتي تعرف على أنها القيمة التي يتداول بها السهم في سوق الأوراق المالية. والتي تمثل سعر التـوازن بـين عروض البيع وطلبات الشراء في ضوء المعلومات التي توفرهـا التقـارير الماليـة عـن المنشأة.

القيمة الحقيقية Intrinsic Value

تعرف القيمة الحقيقية بأنها هي تلك القيمة التي يحكم بها ذوي الخبرة بناءا على الخصائص الضمنية للمشروع، فهي قيمة تحدد بموجب رأي خبراء محايدين بصرف النظر عن الحاجة للاستثمار، كما أنها تتم بناءا على الخصائص الضمنية للمشروع المتمثلة في القدرة على تحقيق الأرباح والخطر المرتبط بالاستثمار. وهي أيضا تقدر بغض النظر عن حاجة السوق للمشروع، فهي ترتبط بخصائص التحليل الأساسي للمعلومات المالية التي تفرزها القوائم المالية للمشروع.

والقيمة الحقيقية هي قيمة ليس لها وجود مادي ملموس يمكن الوقوف عليها مباشرة. فقيمة أي شيء الحقيقية تختلف حسب حاجة الفرد إلى هذا الشيء في لحظة ما وفي ظروف معينة، الأمر الذي يعني أن القيمة الحقيقية مرتبطة بالشخص، والزمان، والمكان. والقيمة العادلة للشركة تمثل القيمة الحقيقية العادلة للأصول معبرا عنها بالقيمة الجارية لها مطروحاً منها الالتزامات وقت التقييم. ويتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم بالنسبة لشركة ما والتي تمثل نصيب السهم من القيمة الحقيقية لتلك الشركة، حيث يتم إعادة تقييم الأصول بالقيمة الجارية لها ويتم خصم الالتزامات منها للوصول إلى صافي قيمة الأصول علي أساس جاري أو حقيقي ثم تحديد نصيب السهم من القيمة الحقيقية لصافي الأصول .

$$IV\,it = RC\,it \div NS\,it \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (١)$$

حيث

$IV\,it$ مؤشر يعبر عن القيمة الحقيقية لسهم الشركة i خلال الفترة t.

$RC\,it$ مؤشر يعبر عن القيمة الحقيقية للشركة i خلال الفترة t.

$NS\,it$ مؤشر يعبر عن عدد الأسهم العادية القائمة للشركة i خلال الفترة t.

القيمة العادلة Fair Value

تعرف القيمة العادلة بأنها تلك القيمة التي يمكن بموجبها تبادل أصول أو تأدية التزامات بين جهات مطلعة وراغبة وفي معاملة مباشرة، فهي قيمة تحدد بموجب ظروف

عرض وطلب بين طرفين مستقلين. وقد جاء مفهوم القيمة العادلة لتضييق الفجوة بين القيم الاقتصادية والقيم المحاسبية، وساعد في أن تتلاقي المفاهيم حول القيمة بين المحاسبين والاقتصاديين. والقيمة العادلة للشركة تمثل القيمة الحقيقية العادلة للأصول معبرا عنها بالقيمة الجارية لها مطروحاً منها الالتزامات وقت التقييم. ولأغراض الدراسة الحالية يتم الاعتماد على القيمة العادلة لسهم الشركة كمقياس ظاهري **Surrogate** للقيمة الحقيقية للسهم بالنسبة لتلك الشركة.

٣-٦-٢ مؤشر قياس أداء الشركة

يعتبر معدل العائد على حقوق المساهمين من أنسب مقاييس الأداء لأغراض البحث، حيث يتم إرجاع أرباح الشركة لهذا الاستثمار ويشار إلى ذلك بالقدرة على ربحية الشركة التي تعني معدل الأرباح في كل وحدة استثمار ، ويحسب العائد على الاستثمار . ويستخدم معدل العائد على حقوق المساهمين كمقياس للأداء على نطاق واسع وتكمن فائدته بالقبول العام والفهم الواسع وتشجيعه للمستثمرين للتركيز على المشاريع التي تستخدم الموارد بأفضل السبل. وكما سبق القول تتوقع الدراسة أن المنشآت التي لديها نظم حوكمة جيدة تحقق عوائد أعلي على أسهمها في المدى طويل الأجل. ويقاس أداء الشركة في تلك الحالة بمعدل العائد على حقوق المساهمين، كما تحدده العلاقة رقم (٢).

$$ROE_{it} = N_{it} \div OE_{it} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (2)$$

حيث

ROE_{it} مؤشر يعبر عن معدل العائد على حقوق المساهمين للشركة i خلال الفترة t.

N_{it} مؤشر يعبر عن صافي الدخل للشركة i خلال الفترة t.

OE_{it} مؤشر يعبر عن حقوق المساهمين للشركة i خلال الفترة t.

٣-٧ طبيعة العلاقة بين مؤشرات الحوكمة وأداء وقيمة الشركة

إن المنهجية المتبعة في هذه الدراسة مشابهة لتلك التي تستخدم في معظم الدراسات السابقة التي تقوم علي اختبار أثر نظم الحوكمة علي مختلف المتغيرات التابعة

محاسبية أو إدارية أو اقتصادية. ويمكن صياغة العلاقة بين متغيرات الحوكمة كمتغيرات مستقلة، والمتغيرات التابعة مثل قيمة الشركة أو أداء الشركة في شكل علاقة تأخذ النماذج الموضحة بالعلاقتين رقم (٣) ، (٤).

$$DV_{it} = \alpha + \sum \grave{y}\, C_{it} + \sum BG.\, F_{it} + \acute{\varepsilon}_{it} \quad .... (3)$$

$$DV_{it} = \alpha + \sum BG.\, F_{it} + \acute{\varepsilon}_{it} \quad .... (4)$$

حيث

DV_{it} تعبر عن المتغير التابع (أداء المنشأة ، قيمة المنشأة).

$G.\, F_{it}$ تعبر عن متغير نظام الحوكمة المطبق كمتغير مستقل

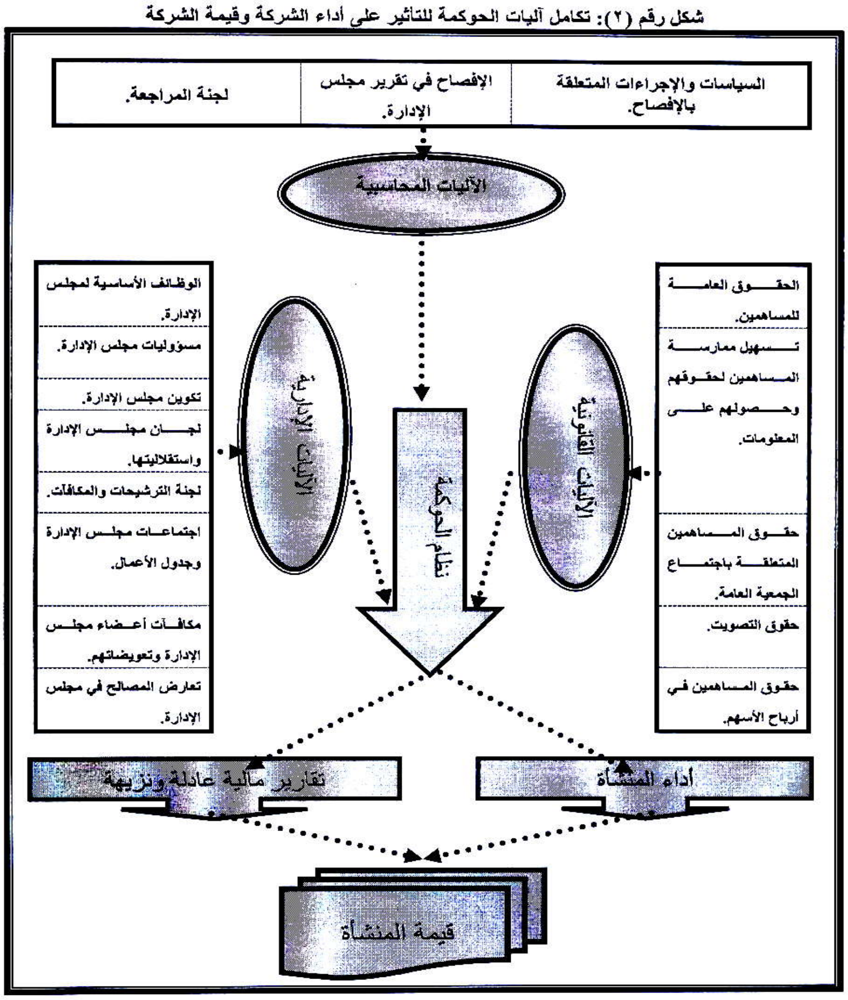
$\grave{y}\, C_{it}$ تعبر عن متغير رقابي

النموذج رقم (٣) يقوم علي افتراض أنه لا يوجد تأثير لنظم الحوكمة علي عوامل الرقابة وأنه لذلك لا يوجد تأثير غير مباشر على المتغير التابع. ولذلك فإن هذا النموذج يمكن أن ينتج عنه تقدير متحفظ عن أثر نظم الحوكمة على المتغير التابع. أما النموذج رقم (٤) فهو يكون أكثر ملاءمة عندما تكون هناك تأثيرات للحوكمة على عوامل الرقابة وكذلك تأثيرات لكل من عوامل الحوكمة وعوامل الرقابة على المتغير التابع. وسوف تعتمد الدراسة على النموذج الأول في الجانب التطبيقي.

٣-٨ النموذج المقترح

في ضوء تحديد متغيرات الدراسة الأساسية، وهي تحديد مؤشرات الحوكمة المستخدمة، وكذلك مؤشرات قياس قيمة المنشأة وأدائها، يمكن أن نقوم بمنطق استنباطي أن نحدد مجموعة من النماذج المقترحة للعلاقات بين تلك المتغيرات. ويوضح الشكل رقم (٢) طبيعة هذا النموذج.

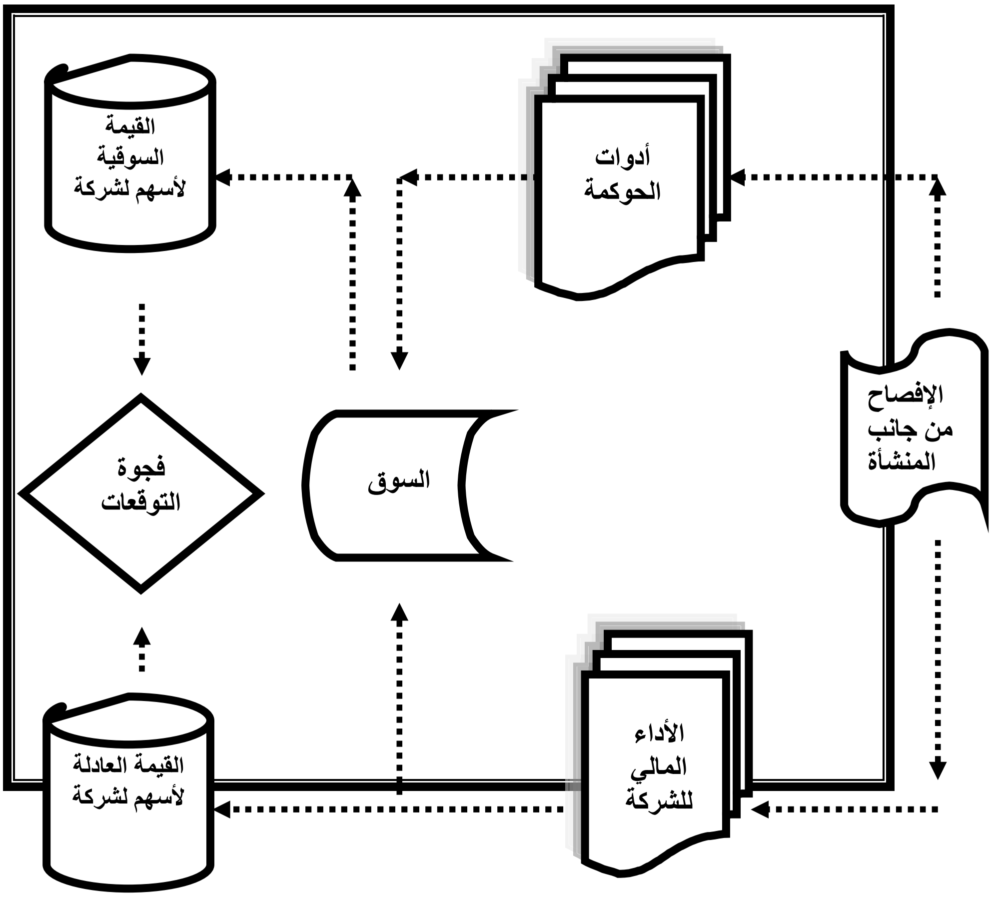
شكل رقم (٢): تكامل آليات الحوكمة للتأثير على أداء الشركة وقيمة الشركة



كما يوضح الشكل رقم (٣) آلية تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركة من خلال نظم الحوكمة.

شكل رقم (٣)

أدوات الحوكمة وفجوة التوقعات عن القيمة العادلة الشركات



٣-٧-١ نموذج العلاقة بين درجة تطبيق نظم الحوكمة وأداء الشركة

من المتوقع أن نظم الحوكمة الجيدة للشركة يمكن أن تؤدي إلى أداء اقتصادي أفضل عن طريق المحاسبة أمام مجلس الإدارة. فالمعرفة المؤكدة بالخضوع للمراقبة والمراجعة تعمل على تحسين تحمل المسئولية على كافة المستويات في الشركة. إن معنى ذلك أن نظم الحوكمة الجيدة والفعالة يمكن أن تدفع بتحسين الأداء على مستوى الشركة، وهو ما يمكن أن نصيغه في شكل العلاقة رقم (٥). ولكن ينبغي الإشارة في هذا الصدد أن

الحوكمة الجيدة والفعالة للشركة لا تعني الضمان الكامل للأداء الأفضل لكل الشركات. فهناك عوامل موقفية أخري كثيرة تؤثر على أداء الشركة.

$$Y_{it} = B0 + B1\,X1_{it} + B2\,X2_{it} + \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots Bn\,Xn_{it} + E_{it} \quad \ldots (5)$$

حيث

Y_{it} يعبر عن أداء الشركة معبراً عنه بمعدل العائد علي حقوق الملاك للشركة i خلال الفترة t.

$X1 \ldots n$ يعبر عن متوسط الوزن المعطى لأداة الحوكمة في التأثير على أداء الشركة i خلال الفترة t.

٣-٧-٢ نموذج العلاقة بين درجة تطبيق نظم الحوكمة وقيمة الشركة

إن نظم الحوكمة الجيدة والفعالة تتضمن إطاراً لمحاسبة إدارة الشركة عن مسئوليتها في تحقيق هدف زيادة ثروة الملاك في ضوء مراعاة أصحاب المصالح في المجتمع، وكلما أمكن لنظام الحوكمة أن يحقق التكامل بين هدف تعظيم حقوق المساهمين في الأجل الطويل وطلبات المجتمع ممثلة في أصحاب المصالح، فإن نظام الحوكمة في هذه الحالة يكون نظاما جيداً وفعالا. و يمكننا القول بأن الحوكمة الجيدة والفعالة تزيد من سرعة استجابة الشركات للمتغيرات في بيئة الأعمال في فترات الأزمات والفترات الحتمية للهبوط بما يؤكد للمستثمرين أن استثماراتهم في مأمن فضلا عن الأمل في حصولها على عائد مناسب. وهو ما يمكن أن يتم صياغته في شكل العلاقة رقم (6).

$$V_{it} = B0 + B1\,X1_{it} + B2\,X2_{it} + \ldots\ldots\ldots\ldots Bn\,Xn_{it} + E_{it} \quad \ldots\ldots (6)$$

حيث

V_{it} مؤشر يعبر عن قيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية للسهم للشركة i خلال الفترة t.

$X1 \ldots n$ يعبر عن متوسط الوزن المعطى لأدوات الحوكمة في التأثير على قيمة الشركة i خلال الفترة t.

٣-٧-٣ نموذج قياس فجوة التوقعات عن قيمة الشركة

تتوقع الدراسة أن المنشآت التي لديها نظم حوكمة جيدة تحقق عوائد أعلي على أسهمها في المدى طويل الأجل. ويترجم ذلك في شكل تقويم أعلى لتلك المنشآت. وللتعبير عن ذلك كميا يوجد مقياس متعارف عليه وهو مقياس تـوبنز كيـو Tobin's q والـذي يستخدم في كثير من الدراسات المحاسبية. ويحدد هذا المقياس بكثير من البدائل، وفي هذه الدراسة يقاس على أنه القيمة السوقية للأصول المملوكة للمنشأة مقسومة علـى القيمـة العادلة لتلك الأصول، وسوف تستخدم الدراسة نفس فلسفة المقياس ولكن بمفهوم بـديل وهو علاقة فرق بديلا عن علاقة القسمة كي تعبر عن فجوة التوقعات كما تـم الاعتمـاد على القيمة العادلة كمظهر من مظاهر القيمة الحقيقية. ومن ثم يكون نموذج قياس فجـوة التوقعات كما تحدده العلاقة رقم (٧).

$$Q\,it = MAit - FV\,it \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (7)$$

حيث

$Q\,it$ مؤشر يعبر عن فجوة التوقعات لسهم الشركة i خلال الفترة t.

$MAit$ مؤشر يعبر عن القيمة السوقية لسهم الشركة i خلال الفترة t.

$FV\,it$ مؤشر يعبر عن القيمة العادلة لسهم* الشركة i خلال الفترة t..

* في سوق الأسهم السعودي تصدر عن هيئة سوق المال دليل للمساهم به مؤشرات خاصة عن أسهم الشركات مثل مضاعفات الربحية والعائد والقيمة الدفترية وغيرها. وقد اعتمد الباحث على مضاعف السعر للعائد كبديل تقريبي Surrogate لحساب القيمة العادلة المتوقعة للسهم.

القسم الرابع
الدراسة الميدانية

٤-١ تعريف بيئة الدراسة

تأسست هيئة سوق المال بالمملكة العربية السعودية بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/٣٠) وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ الموافق ٢٠٠٣/٧/٣١م. ويعتبر عام ٢٠٠٤م العام الفعلي لبدء مهام الهيئة وذلك عندما تم تشكيل مجلس هيئة السوق المالية.

وقد أصدرت هيئة سوق المال بالمملكة العربية السعودية مشروع لائحة حوكمة الشركات بتاريخ ١٤٢٧/٦/٤هـ، الموافق ٢٠٠٦/٧/١م، ثم صدر قرار مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ ١٤٢٧/١٠/٢١هـ، الموافق ٢٠٠٦/١١/١٢ بإنفاذ اللائحة بشكلها النهائي.

وتضمنت لائحة حوكمة الشركات أبواباً خمسة؛ حيث خصص الباب الأول للإفصاح عن تعريف العضو المستقل وغير التنفيذي والأقرباء من الدرجة الأولى وأصحاب المصالح والتصويت التراكمي. بينما اختص الباب الثاني ببيان حقوق المساهمين والجمعية العامة وتضمن بعض الحقوق العامة للمساهمين وحقوقهم في الحصول على المعلومات وفيما يتعلق باجتماع الجمعية العامة وحقوق التصويت وحقوقهم في أرباح الأسهم. أما الباب الثالث فكان عن الإفصاح والشفافية وتضمن السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، وكذلك الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة. وتم تخصيص الباب الرابع وهو أكبر الأبواب لمجلس الإدارة؛ حيث تم بيان الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة وكذلك مسؤوليات المجلس وكيفية تكوينه ولجان المجلس واستقلاليتها بما فيها لجنة المراجعة ولجنة الترشيحات والمكافآت، وكذلك كيفية اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال وتحديد مكافآت أعضاء المجلس وتعويضاتهم، وكذلك قضية تعارض المصالح في مجلس الإدارة. وختمت اللائحة بالباب الخامس الذي تضمن أحكاماً ختامية من حيث كون اللائحة نافذة من تاريخ نشرها.

٤-٢ مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في سوق الأسهم السعودي، والذي أصبح يحتل مركزا متقدما بين الأسواق المالية. فقد أوضح التقرير السنوي لمؤسسة النقد العربي السعودي الثامن والثلاثون لعام ٢٠٠٢ أن سوق الأسهم السعودية يصنف على أنه أكبر الأسواق العربية من حيث القيم السوقية وقيم وعدد الأسهم المتداولة. ويُعزى ذلك إلى كبر حجم الاقتصاد السعودي مقارنة بغيرة من اقتصاديات الدول العربية. وكانت الترجمة العملية لذلك أن تم إدراج هذه السوق ضمن مؤشرات الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسات التمويل الدولية. وتعد هذه الخطوة اعترافا بأهمية هذه السوق ومكانتها.

إن المتتبع عن كثب لهذا السوق يجد أن هناك تطورات متلاحقة وجهوداً كبيرة وبناءة للرقي به، وأخر هذه التطورات هو صدور نظام السوق المالية وإنشاء هيئة السوق المالية السعودية، حيث صدر المرسوم الملكي رقم (م/٣٠) وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هـ بتأسيس هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية كهيئة حكومية مستقلة مالياً وإدارياً ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراءً. وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية. ولعل ذلك يضفي أهمية خاصة للدراسات والبحوث المرتبطة بتطوير كفاءة هذا السوق عن طريق زيادة درجة الإفصاح والشفافية .

وتكون مجتمع البحث من كافة الشركات السعودية المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودية لعام ٢٠٠٧م. وقد كان عدد الشركات المسجلة في تلك الفترة ١١١ شركة. وقد تم الحصول علي البيانات الخاصة بتلك الشركات من قواعد البيانات الخاصة بسوق الأسهم السعودية.

٤-٣ عينة الدراسة:

تكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأسهم السعودية البالغ عددها ١١١ شركة في تاريخ إجراء الدراسة الميدانية وهى الفترة المالية ٢٠٠٧م . وقد تم استبعاد المنشآت المنتمية إلي قطاعي البنوك والتأمين لأنها تخضع لقواعد خاصة بالإفصاح والشفافية والرقابة. وكان عدد تلك الشركات ٢٥ شركة، ومن ثم انخفض حجم مجتمع الشركات الممكن إخضاعها للدراسة إلي ٨٦ شركة. وقد تم تحديد حجم عينة الشركات باستخدام العلاقة رقم ٨ الموضحة بالمعادلة أدناه (الصياد ، بدون تاريخ، ص ١٠٨)، حيث مثلت عينة البحث في ضوء ذلك عدد ٧٠ شركة بنسبة ٨١ % من مجتمع الدراسة. وقد تضمنت العينة شركات من ست قطاعات أساسية هي الاتصالات ، الصناعة، الكهرباء، الخدمات ، الزراعة ، الأسمنت.

حجم العينة = ن / [(ن-١) (ب)^{٢} +١] .... (٨)

حيث أن:

ن تعبر عن حجم مجتمع

ب تعبر عن الخطأ المسموح به في تقدير حجم العينة وقدره ٥% .

التحليل الإحصائي المستخدم:

لاختبار فروض الدراسة قام الباحث، بتحليل البيانات الواردة بقائمة الاستقصاء بالإضافة إلي بيانات أخري من القوائم المالية المنشورة ونشرات سوق المال باستخدام حزمة برامج التحليل الإحصائي الجاهزة للعلوم الاجتماعية SPSS وذلك باستخدام الأساليب الإحصائية التالية:

١. نموذج الانحدار المتعدد Multiple Regression
وذلك بهدف التعرف على طبيعة العلاقة بين تطبيق أدوات الحوكمة وكل من أداء الشركة وقيمتها.

٢. المقاييس الإحصائية الوصفية لتحليل ردود المستقصى منهم بصدد الأسئلة البحثية المطروحة والمتغيرات المقترحة بهدف التعرف على آرائهم بصدد تلك الأسئلة والمتغيرات ودرجة التوافق في إجاباتهم ومن أهمها.

- التوزيعات التكرارية Frequency Distributions.
- التوزيعات النسبية Percentages Distributions.
- معامل الارتباط لسبيرمان Spearman's Correlations.
- التحليل العاملي Factor Analysis.

٤-٤ فروض الدراسة

تتمثل أهم الفروض العدمية للدراسة التي تم اختبارها إحصائيا في الآتي:

١. الشركات السعودية لا تقوم بتطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة.
٢. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة ومستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي.
٣. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة وقيمة الشركات في سوق الأسهم السعودي.
٤. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتطبيق نظم الحوكمة على تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي.

٤-٥ تجميع البيانات ووصف مختصر لقائمة الاستقصاء

اعتمد الباحث على عدة مصادر ساعدت على استكمال البيانات الخاصة بالجوانب التطبيقية للبحث ، وهي القوائم المالية المنشورة في الصحف الرسمية، منشورات مؤسسة النقد العربي السعودي، الكتاب السنوي لسوق الأوراق المالية، المواقع التي تهتم بنشر التقارير المالية وحركات تداول الأسهم. كما تم تصميم قائمة الاستبيان لأغراض بناء المقياس الخاص بمؤشر الحوكمة في ضوء ظروف البيئة السعودية، حيث احتوت علي أهم مقومات وآليات وإجراءات أو أدوات الحوكمة التي تم اعتمادها لتلائم طبيعة البيئة السعودية مع تحديد وزن يعبر عن الأهمية النسبية لكل أداة منها في ضوء واقع السوق السعودي على مجالات تعظيم الأداء وتعظيم قيمة الشركة وتخفيض فجوة التوقعات الخاصة بالقيمة العادلة للشركة.

٤-٦ تحليل نتائج الدراسة

يهدف هذا الجزء للوصول إلى إجابات عن تساؤلات البحث الأساسية من خلال مجموعة من الاختبارات الإحصائية لفروض البحث واعتمادا على نوعين من البيانات، أولهما البيانات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية للشركات المسجلة بالسوق ومؤشرات الأسهم لتلك الشركات في السوق، وثانيهما آراء المستقصى منهم.

٤-٧-١ التحليل الإحصائي لمجتمع وعينة الدراسة وأبعاد الحوكمة

بداية يتم عرض بعض الإحصاءات لمجتمع وعينة الدراسة من الشركات وكذلك متغيرات نظام الحوكمة كما وردت بالدليل الصادر عن هيئة سوق المال السعودي. حيث يوضح الجدول رقم (١) تحديدا لطبيعة العينة ومجتمع الدراسة حسب القطاعات الأساسية المبوب في ظلها الاقتصاد السعودي خلال فترة التطبيق.*

جدول رقم (١)

طبيعة العينة للدراسة التطبيقية

م	القطاع	عدد الشركات	عدد شركات العينة	نسبة العينة
١	الاتصالات	٢	٢	١٠٠%
٢	الصناعة	٣٧	٢٩	٧٨%
٣	الكهرباء	١	١	١٠٠%
٤	الخدمات	٢٩	٢٤	٨٣%
٥	الزراعة	٩	٧	٧٨%
٦	الاسمنت	٨	٧	٨٨%

كذلك يوضح الجدول رقم (٢) بعض الإحصاءات الوصفية المرتبطة بمؤشرات الحوكمة الواردة بالدليل الصادر عن هيئة سوق المال السعودية، حيث تم إعطاء أوزان تبدأ من (٧) لتعني عالي الأهمية، وتنتهي إلى (١) لتعني ضعيف الأهمية .

* في نهاية فترة التطبيق صدر تصنيف جديد لقطاعات الاقتصاد السعودي حدد عدد القطاعات في خمسة عشر قطاعاً ، ولكن لم يبدأ العمل به بعد حتى تاريخ نشر القوائم المالية موضوع الدراسة. لذلك التزم الباحث بالتبويب المتبع بصدد القوائم المالية المنشورة لعام ٢٠٠٧م وهو عام التطبيق الميداني للدراسة.

جدول رقم (٢)

الإحصاءات الوصفية لأهمية مؤشرات الحوكمة

م	المتغير	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الوسط	الانحراف المعياري	الترتيب النسبي
١	الحقوق العامة للمساهمين.	٥	٤	٤,٩١٨	١,٢٨٢	١
٢	تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات.	٥	٣	٤,٨٢٩	١,٤١٦	٣
٣	حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة.	٤	٣	٣,٩٦٥	١,٢٨	٤
٤	حقوق التصويت.	٤	٣	٣,٨٧٦	١,٣٩٤	٧
٥	حقوق المساهمين في أرباح الأسهم.	٥	٤	٤,٩١٢	١,٣٠٢	٢
٦	السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح.	٤	٣	٣,٩٢٦	١,٣٢١	٥
٧	الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.	٤	٣	٣,٨٧٥	١,٣٥٢	٦
٨	لجنة المراجعة.	٣	٢	٣,٧٧٤	١,١٦٨	٨
٩	الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.	٣	٢	٣,٦٥٨	١,٣٠٤	٩
١٠	مسؤوليات مجلس الإدارة.	٣	٢	٣,٥٧٩	١,٣٣٧	١١
١١	تكوين مجلس الإدارة.	٣	٢	٣,٣٨٦	١,٢٧٤	١٣
١٢	لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها.	٣	٢	٣,٥٩٨	١,٣٣٨	١٠
١٣	لجنة الترشيحات والمكافآت.	٣	١	٣,٢٧١	١,٦١٢	١٤
١٤	اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال.	٣	١	٣,٤٠٤	١,٣٤٦	١٢
١٥	مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.	٢	١	٣,٠٤٣	١,٢٤	١٦
١٦	تعارض المصالح في مجلس الإدارة.	٣	١	٣,٢١٤	١,٥٦٢	١٥

وفي ضوء قيم الوسط الحسابي بالجدول يكون الترتيب العام لتلك المؤشرات حسب درجة أهميتها النسبية هو الحقوق العامة للمساهمين، ثم حقوق المساهمين في أرباح الأسهم، ثم تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات، ثم حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة، ثم السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، ثم الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة، ثم حقوق التصويت، ثم لجنة المراجعة، ثم

الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة، ثم لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها، ثم مسؤوليات مجلس الإدارة، ثم اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال، ثم تكوين مجلس الإدارة، ثم لجنة الترشيحات والمكافآت، ثم تعارض المصالح في مجلس الإدارة، وأخيرا مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.

وحيث أن أحد أهداف البحث هو تحليل مؤشرات الحوكمة الواردة بالدليل الصادر عن هيئة سوق المال السعودي طبقا لأبعادها المحاسبية والإدارية والقانونية، فقد حاول الباحث التعرف على طبعة هذا التحليل وتحديد ما إذا كان هناك اختلافات جوهرية حول هذا التبويب. وقد تم عمل تحليل إحصائي للردود الواردة من الأفراد القائمين على إدارة الشركات السعودية بالعينة ، حيث طلب منهم تبويب آليات الحوكمة طبقا لأبعادها المحاسبية والإدارية والقانونية. وتم استخدام تحليل المكونات الأساسية (PCA) Principal Component Analysis، عن طريق التحليل العاملي Factor Analysis بهدف درجة ارتباط الإجراءات المقترحة تحت كل آلية ببعضها البعض. حيث يستخدم هذا التحليل في وصف علاقات التغاير بين عدد كبير من المتغيرات بدلالة عدد قليل نسبيا من العوامل الهامة، وذلك عن طريق تجميع المتغيرات ذات علاقات ارتباط عالية فيما بينها في مجموعة واحدة، ويكون ارتباطها بباقي المجموعات ارتباطا ضعيفاً. ومن ثم يتم إعطاء مسميات لكل مجموعة وتحديد معامل تحميل Loading factor لمتغيرات كل مجموعة. وفي ضوء ذلك تم تحديد الأبعاد المختلفة التي تشكل هيكل نظام الحوكمة الفعال وتحديد معاملات التحديد المرتبطة بكل بعد منها. ويوضح الجدول رقم (٣) نتائج التحليل العاملى في هذا الصدد .

جدول رقم (٣) : نتائج التحليل العاملى لآراء المستقصيين بصدد
تبويب آليات نظام الحوكمة للشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي

رقم المكون	نسبة التباين المفسرة	المتغيرات المدرجة	معامل التحميل	الترتيب النسبي داخل المكون	الاسم المقترح للمكون
١	١١,٩٦	السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح.	٠,٥٦	٣	الأبعاد المحاسبية لنظام الحوكمة
		الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.	٠,٥٧	٢	
		لجنة المراجعة.	٠,٦٠	١	
		الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.	٠,٢٨	٥	
		مسؤوليات مجلس الإدارة.	٠,٤٧	٤	
		لجنة الترشيحات والمكافآت.	٠,١٩	٦	
		مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.	٠,١٦	٧	
٢	٩,٧٧	حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة.	٠,٥٧	١	الأبعاد الإدارية لنظام الحوكمة
		تكوين مجلس الإدارة.	٠,١٥	٣	
		لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها.	٠,٣٦	٢	
		تعارض المصالح في مجلس الإدارة.	٠,٠١	٤	
٣	١٣,٤٠	الحقوق العامة للمساهمين.	٠,٧٤	٢	الأبعاد القانونية لنظام الحوكمة
		تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات.	٠,١٨	٤	
		حقوق التصويت.	٠,٨٥	١	
		حقوق المساهمين في أرباح الأسهم.	٠,٢٣	٣	
		اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال.	٠,٠٩	٥	

وفى ضوء طبيعة المعلومات المدرجة تحت كل عامل فقد عرف الباحث العامل الأول تحت مسمى"الآليات المحاسبية"، والعامل الثاني تحت مسمى " الآليات الإداريـة"، والعامل الثالث تحت مسمى " الآليات القانونية". كما يوضح هذا التحليل أن نظام الحوكمة في أغلب مكوناته له مردود محاسبي وأن الأبعاد غير المحاسبية تمثل نوعاً من الضوابط المدعمة للمكون المحاسبي، مما يعني أن الدور المحاسبي لنظام الحوكمة هو دور رئيسي وأصيل، ومن ثم يمثل نظام الحوكمة ببعده المحاسبي محوراً أساسياً في الحد من قدرة الشركات على إدارة صافي الربح في الشركات السعودية.

وللتحقق من طبيعة العلاقة التكاملية بين الأبعاد السابقة لنظام الحوكمة تم حساب معاملات الارتباط بينها. وقد تم حساب هذه العلاقة بين الأبعاد الثلاثة كل منها بصورة مستقلة مرة، ثم تم حساب علاقة الارتباط بين البعد المحاسبي من جهة والبعدين الآخرين كبعد واحد غير محاسبي من جهة أخري. وقد كانت تلك العلاقات بين الأبعاد الثلاثة في صورة ٦٠,٣% بين البعد القانوني والبعد المحاسبي، ٥٢% بين البعد القانوني والبعد الإداري، ٦٣,٤ بين البعد المحاسبي والبعد الإداري. كما كانت العلاقة بين البعد المحاسبي والبعدين الآخرين كبعد واحد غير محاسبي ٥٦,٤%. وكانت جميع تلك العلاقات معنوية عند مستوي معنويه ٠,٠١. وهذا يؤكد على طبيعة العلاقة التكاملية بين الأبعاد المحاسبية وغير المحاسبية لنظام الحوكمة كما احتوت عليه لائحة الحوكمة الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي.

٤-٧-٢ اختبار فروض الدراسة

تمثلت الفروض الإحصائية للدراسة في أربعة فروض سوف يتم اختبار كل منها إحصائيا كما يلي:

اختبار الفرضية الأولى

H0: الشركات السعودية لا تلتزم بتطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة.

لإختبار هذه الفرضية تم الاعتماد على الردود الواردة في قائمة الاستقصاء. وجدير بالذكر أن نظام الحوكمة حتى تاريخ إتمام تلك الدراسة لا يعد إجبارياً ولا إلزاميا للشركات، لذلك تم التحقق من درجة التزام الشركات به حيث تم إعطاء أوزان تبدأ من (٧)

لتعني الالتزام الكامل بالتطبيق وتنتهي إلى (١) لتعني عدم الالتزام بالتطبيق. وقد تم الأخذ في الحسبان الوسط الحسابي العام لتطبيق كل مؤشر وتم التبويب على أساس أن الوسط الحسابي أقل من ٢,٥ درجة يعبر عن درجة التزام ضعيف، ومن ٢,٥ وحتى ٥ درجة يمثل التزام متوسط ، وأعلى من ٥ درجات يمثل التزام قوي. وأوضحت نتائج التحليل للعينة أن الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي تلتزم بتطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة، حيث أن نسبة ٥٥,٧ % من الشركات أجابت بأنها تلتزم التزاما قويا بتطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة ، في حين أن نسبة ٣٤,٢ % أجابت بأنها تلتزم التزاما متوسطا بتطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة ١٠,١ % جاءت إجاباتها بأنها تلتزم التزاما ضعيفا بتطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة.

ويعرض الجدول رقم (٤) نتائج التحليل الإحصائي لدرجة الالتزام على مستوى كل مؤشر حيث يوضح الوسط الحسابي لدرجة الالتزام مصحوبة بالانحراف المعياري، وأيضا ثم تحديد درجة t المحسوبة للتعرف على مدى التباين أو الاختلاف بين آراء المسئولين في الشركات في هذا الصدد.

جدول رقم (٤) : المؤشرات الإحصائية عن الالتزام التفصيلي بتطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة في البيئة السعودية

م	المتغير	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة t
١	الحقوق العامة للمساهمين.	٧	٣	٦,١٠	١,١١	٤٦,١٧
٢	تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات.	٧	٣	٦,٠٨	١,٣٠	٣٩,٠٧
٣	حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة.	٧	٣	٦,٠٧	١,١٢	٤٥,٣٣
٤	حقوق التصويت.	٧	٣	٥,٨٦	١,٢٢	٤٠,١٩
٥	حقوق المساهمين في أرباح الأسهم.	٧	٣	٦,٢٠	١,١٥	٤٥,١٢
٦	السياسات والإجـراءات المتعلقـة بالإفصاح.	٧	٣	٦,٢٢	١,١٦	٤٥,٢٣
٧	الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.	٧	٤	٦,٢٤	١,٠٧	٤٨,٨٥
٨	لجنة المراجعة.	٧	٣	٦,٠٣	١,١٠	٤٥,٧٣
٩	الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.	٧	٤	٦,١٤	١,٠٨	٤٧,٥٦
١٠	مسؤوليات مجلس الإدارة.	٧	٣	٥,٧٠	١,١٢	٤٢,٥٤
١١	تكوين مجلس الإدارة.	٧	٣	٥,٦٩	١,١٥	٤١,٤٠
١٢	لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها.	٧	٣	٥,٧٦	١,١٨	٤٠,٦٥
١٣	لجنة الترشيحات والمكافآت.	٧	٣	٥,٧١	١,٢٩	٣٧,١٥
١٤	اجتماعات مجلس الإدارة وجـدول الأعمال.	٧	٣	٥,٧٣	١,٢٣	٣٩,٠٧
١٥	مكافـآت أعضـاء مجلـس الإدارة وتعويضاتهم.	٧	٢	٤,٤٩	١,٢٨	٢٩,٢٦
١٦	تعارض المصالح في مجلس الإدارة.	٧	٣	٥,٤٠	١,٢٤	٣٦,٣٢

وفي ضوء عدد مشاهدات العينة البالغة ٧٠ مشاهدة، وما يوضحه الجدول رقم (٤) نستطيع بصفة عامة أن نستنتج ما يلي:

- **في ضوء قيم الوسط الحسابي لدرجة الالتزام يكون ترتيب تلك المؤشرات حسب درجة الالتزام بتطبيقها هو الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة، السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، حقوق المساهمين في أرباح الأسهم، الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة، الحقوق العامة للمساهمين، تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات، حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة، لجنة المراجعة، حقوق التصويت، لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها، اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال، لجنة الترشيحات والمكافآت، مسؤوليات مجلس الإدارة، تكوين مجلس الإدارة، تعارض المصالح في مجلس الإدارة، وأخيرا مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.**
- **توضح التحليلات الإحصائية أيضا أن درجة التشتت حول الوسط الحسابي مقاسة بالانحراف المعياري ، بالإضافة إلى قيمة t المحسوبة عند مستوي معنوية ٠,٠٥، يعنيان عدم وجود اختلافات جوهرية بين شركات العينة فيما يتعلق بتطبيق تلك المؤشر.**
- **تم حساب نسب التزام الشركات بكل مؤشر من المؤشرات السابقة فكانت النتائج أن هناك التزاماً قوياً بصورة عامة بين شركات العينة فيما يتعلق بتطبيق تلك المؤشرات، حيث كانت النسب الخاصة بدرجة الالتزام تتراوح بين ٧٥,٦% كحد أقصي، ٤٧,٢ % كحد أدني.**

وللتعرف على ما إذا كانت هناك فروق واختلافات جوهرية بين المنشآت في تطبيق والالتزام بمعايير الحوكمة نتيجة لاختلاف القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة، فقد تم استخدام تحليل التباين للتعرف على أثر ذلك. ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج هذا التحليل على مستوى كل مؤشر، كما يوضح الجدول رقم (٦) نتائج تحليل التباين للالتزام الكامل على مستوى القطاعات.

جدول رقم (٥): المؤشرات الإحصائية عن تطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة حسب القطاعات

بيان	قيمة F	الوسط الحسابي والانحراف المعياري على مستوى القطاعات					
		الاتصالات	الصناعة	الكهرباء	الخدمات	الأسمنت	الزراعة
الحقوق العامة للمساهمين.	١,٩٣	٧,٠٠ ٠,٠٠	٦,٢٨ ٠,٩٦	٦,٠٠ ٠,٠٠	٥,٨٦ ١,٢٣	٥,٢٨ ١,٣٨	٦,٧١ ٠,٤٩
تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات.	١,٣	٦,٥ ٠,٧١	٦,١٧ ١,٢٣	٥,٠٠ ٠,٠٠	٥,٩٦ ١,٤٣	٥,٢٩ ١,٦٠	٥,٨٦ ٠,٣٨
حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة.	٢,٢٨	٧,٠٠ ٠,٠٠	٦,٢٤ ٠,٩٥	٦,٠٠ ٠,٠٠	٥,٧٩ ١,٣٢	٥,٢٩ ١,١١	٦,٨٦ ٠٠,٣٧
حقوق التصويت.	١,٨٦	٦,٥ ٠,٧١	٦,٠٠ ١,١٠	٦,٠٠ ٠,٠٠	٦,٦٢ ١,٤٣	٥,٠٠ ١,٠٠	٦,٧ ٠,٤٩
حقوق المساهمين في أرباح الأسهم.	٢,٣٨	٧,٠٠ ٠,٠٠	٦,٣٤ ١,٠٤	٥,٠٠ ٠,٠٠	٦,١٣ ١,٢٦	٥,١٤ ١,٢١	٦,٨٦ ٠,٣٨
السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح.	٢,٠٩	٧,٠٠ ٠,٠٠	٦,٣٨ ٠,٩٨	٦,٠٠ ٠,٠٠	٥,٩٢ ١,٤١	٥,٤٣ ٠,٩٨	٧,٠٠ ٠,٠٠
الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.	٣,٠٧	٧,٠٠ ٠,٠٠	٦,٤٨ ٠,٨٧	٦,٠٠ ٠,٠٠	٥,٩٦ ١,٢٣	٥,٢٩ ١,١١	٧,٠٠ ٠,٠٠
لجنة المراجعة.	٣,٥٣	٧,٠ ٠,٠٠	٦,٢١ ٠,٨٦	٦,٠٠ ٠,٠٠	٥,٨٣ ١,٢٤	٤,٨٥ ١,٢١	٦,٨٦ ٠,٣٨
الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.	٢,٠٢	٧,٠٠ ٠,٠٠	٦,٢٧ ٠,٨٨	٥,٠٠ ٠,٠٠	٦,٠٤ ١,٢٦	٥,٢٨ ١,٢٥	٦,٧١ ٠,٤٩
الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.	٢,٠٢	٧,٠٠ ٠,٠٠	٦,٢٧ ٠,٨٨	٥,٠٠ ٠,٠٠	٦,٠٤ ١,٢٦	٥,٢٨ ١,٢٥	٦,٧١ ٠,٤٩
مسؤوليات مجلس الإدارة.	٢,١٥	٦,٥٠ ١,٧١	٥,٧٦ ١,٠٦	٥,٠٠ ٠,٠٠	٥,٥٨ ١,٢٥	٤,٨٥ ٠,٨٩	٦,٥٧ ٠,٥٣

* الأرقام الموجودة أسفل القطاعات هي بأعلى الوسط الحسابي ، والأسفل هو الانحراف المعياري

تابع جدول رقم (٥): المؤشرات الإحصائية عن تطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة حسب القطاعات

بيان	قيمة F	الوسط الحسابي والانحراف المعياري على مستوى القطاعات					
		الاتصالات	الصناعة	الكهرباء	الخدمات	الإسمنت	الزراعة
تكوين مجلس الإدارة.	١,٨٩	٧,٠٠	٥,٨٦	٥٠٠	٥,٦٣	٤,٧١	٥,٨٥
		٠,٠٠	١,٠٩	٠,٠٠	١,٣١	٠,٩٥	٠,٣٧
لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها.	٢,٤٣	٦,٥	٥,٩٠	٥,٠٠	٥,٥٤	٤,٨٦	٦,٧١
		٠,٧١	١,٠١	٠,٠٠	١,٣٨	١,٠٧	٠,٤٩
لجنة الترشيحات والمكافآت.	٢,٦٢	٧,٠٠	٥,٨٦	٦,٠٠	٥,٥	٤,٥٧	٦,٥٧
		٠,٠٠	١,١٦	٠,٠٠	١,٤٤	١,١٣	٠,٥٣
اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال.	١,٩٥	٧,٠٠	٥,٩٣	٦,٠٠	٥,٥٤	٤,٧١	٦,١٤
		٠,٠٠	١,١٦	٠,٠٠	١,٣٥	١,٢٥	٠,٣٧
مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.	٢,٠٣	٥,٠٠	٤,٥٥	٤,٠٠	٤,٣٣	٣,٥٧	٥,٥٧
		٠,٠٠	١,٢١	٠,٠٠	١,٣٧	١,٣٩	٠,٥٣
تعارض المصالح في مجلس الإدارة.	١,٤٤	٦,٥	٥,٥١	٥,٠٠	٥,٢٥	٤,٥٧	٦,٠٠
		٠,٧١	١,٢٤	٠,٠٠	١,٣٣	١,٣٩	٠,٠٠

* الأرقام الموجودة أسفل القطاعات هي بأعلى الوسط الحسابي ، والأسفل هو الانحراف المعياري

جدول رقم (٦)

تحليل التباين للالتزام الكامل بتطبيق نظام الحوكمة طبقا للقطاعات لشركات العينة

م	القطاع	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	F Statistic
					٢,٥٥
١	الاتصالات	٢	٦,٧٢	٠٠,١٣	
٢	الصناعة	٢٩	٥,٩٨	٠٠,٩٠	
٣	الكهرباء	١	٥,٤٤	٠٠,٠٠	
٤	الخدمات	٢٤	٥,٦٦	١,٢١	
٥	الزراعة	٧	٤,٩٢	١,٠٩	
٦	الاسمنت	٧	٦,٥٦	٠٠,١٨	

وتوضح نتائج التحليل من الجدولين رقم (٥)، رقم (٦) وجود التزام قوي بين معظم القطاعات بتطبيق لائحة الحوكمة. وللتعرف على جوهرية الاختلاف بين تلك القطاعات فانه طبقا لاختبار F نجد أن قيمة F المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية (٢,٥٣) بمستوى ثقة ٩٥% (مستوى معنوية ٠,٠٥) ، مما يعني أنه يمكن رفض الفرض العدمي وقبول الفرض البديل بوجود فروق واختلافات جوهرية بين المنشآت في تطبيق والالتزام بمعايير الحوكمة نتيجة لاختلاف القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة.

وبصفة عامة نستنتج من التحليل السابق أنه نتيجة لوجود نوع من عدم الإلزام بين الشركات بتطبيق نظم الحوكمة فان تلك الحرية تسببت في وجود اختلافات في الأخذ بكل مؤشر منها مما يدفعنا إلى القول بوجود فروق في درجة التزام الشركات بتطبيق نظم الحوكمة سواء بين الشركات بصورة عامة أو بين القطاعات. وهذا يعد أمراً منطقياً في البيئة السعودية حيث أن لكل شركة ظروفها الخاصة في ظل التغيرات الشديدة التي شهدها السوق السعودي وقت التطبيق والتي أثرت في إمكان التزامها بمتطلبات نظام الحوكمة مجتمعة .

اختبار الفرضية الثانية

H0 :لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة ومستوى أداء الشركات* في سوق الأسهم السعودي.

لإختبار هذه الفرضية، فقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في بناء علاقة انحدار بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة كمتغير مستقل، والمتغير التابع الذي يعبر عن مستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي . وقد كان النموذج الخاص بتلك العلاقة في الصورة التالية:

$$Y = 7.97 + 4.91\ X1 + 0.19\ X2 + 3.92\ X3 + 0.41\ X4 + 1.89\ X5 + 0.39\ X6 + 1.35\ X7 + 1.11\ X8 + 1.98\ X9 + 5.89\ X10 + 1.22\ X11 + 1.15\ X12 + 3.62\ X13 + 2.30\ X14 + 2.88\ X15 + 1.91\ X16$$

* تم قياس أداء الشركات على أساس معدل العائد على رأس المال المستثمر والذي تم الحصول عليه من القوائم المالية المنشورة وتحليلاتها المالية من مطبوعات هيئة سوق المال.

ويوضح الجدول رقم (٧) أهم المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار المعبر عن تلك العلاقة.

جدول رقم (٧) : المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار عن علاقة مستوي تطبيق أدوات الحوكمة ومستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي

م	متغيرات النموذج	t	R^2	F للنموذج	P value
			٢٠,١	٢,٤٤	٠,٠٠٨
١	الحقوق العامة للمساهمين.	١,٧١			٠,٠٩
٢	تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات.	٠,٠٧			٠,٩٥
٣	حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة.	١,٢١			٠,٢٣
٤	حقوق التصويت.	٠,١٧			٠,٨٧
٥	حقوق المساهمين في أرباح الأسهم.	٠,٥٩			٠,٥٦
٦	السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح.	٠,١٤			٠,٨٩
٧	الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.	٠,٤٥			٠,٦٦
٨	لجنة المراجعة.	٠,٤٩			٠,٦٣
٩	الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.	٠,٦٩			٠,٤٩
١٠	مسؤوليات مجلس الإدارة.	٢,١٩			٠,٠٣
١١	تكوين مجلس الإدارة.	٠,٥٢			٠,٦٣
١٢	لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها.	٠,٥١			٠,٦١
١٣	لجنة الترشيحات والمكافآت.	٠,٣٧			٠,١٨
١٤	اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال.	٠,٩٧			٠,٣٤
١٥	مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.	١,٤٦			٠,١٥
١٦	تعارض المصالح في مجلس الإدارة.	٠,٨٢			٠,٤٢

ويتضح من الجدول أن القوة التفسيرية لمتغيرات الحوكمة في تفسير التغيرات في أداء شركات السوق بلغت ٢٠,١ % . معنى ذلك أن هناك نسبة ٧٩,٩ % من التغيرات في أداء الشركات لا تفسره عوامل الحوكمة، ولكن تفسره عوامل أخرى. ويظهر نموذج الانحدار السابق وجود علاقة جوهرية بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة ومستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي ، حيث أن قيمة F المحسوبة ٢,٤٤ أكبر من قيمة F الجدولية ١,٨٤على أساس معنويه ٠,٠٥، مما يعنى معنوية مقبولة للاختبار. وهذا يعطى مؤشرا حول دور مستوي تطبيق أدوات الحوكمة في تحسين مستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي.

ونشير في هذا الصدد أن نتائج الاختبارات على مستوي كل مؤشر بصورة مستقلة تظهر أن معظم القيم الخاصة باختبار (t) للمتغيرات أو مؤشرات الحوكمة غير معنوية، وهذا يعد مؤشرا حول وجود علاقة ارتباط بين تلك المؤشرات (المتغيرات المستقلة) مع بعضها البعض، فقد أوضحت التحليلات الإحصائية أن هناك علاقة ارتباط معنوية بينها، بما قد ينشأ عنه وجود المشكلة الإحصائية المعروفة باسم الارتباط الذاتي الخطى Multicollinearity، والتي قد يتسبب عنها احتمال عدم معنوية معامل انحدار الكثير من المتغيرات المستقلة عند إجراء تحليل الانحدار المتعدد لتلك المتغيرات في علاقتها مع أداء الشركة .

وفي ضوء المؤشرات الإحصائية السابقة يمكن القول بإمكانية رفض فرضية العدم وبالتالي قبول الفرضية بوجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة ومستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي.

اختبار الفرضية الثالثة

H0 :لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة وقيمة* الشركات في سوق الأسهم السعودي.

لإختبار هذه الفرضية أيضا، فقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في بناء علاقة انحدار بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة كمتغير مستقل، والمتغير التابع الذي يعبر عن قيمة الشركات في سوق الأسهم السعودي. وقد كان النموذج الخاص بتلك العلاقة في الصورة التالية:

$$Y = 67.09 + 9.29\ X1 + 3.39\ X2 + 21.43\ X3 + 1.42\ X4 + 0.69\ X5 + 9.76\ X6 + 13.66\ X7 + 1.06\ X8 + 12.16\ X9 + 27.78\ X10 + 5.69\ X11 + 1.32\ X12 + 13.65\ X13 + 5.53\ X14 + 6.52\ X15 + 5.14\ X16$$

ويوضح الجدول رقم (٨) أهم المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار المعبر عن تلك العلاقة.

* تم استخدام مضاعف السعر للعائد كما سبق الإشارة في الإطار النظري للبحث، وفي ضوء عائد السهم المعلن عن سنة التطبيق تم حساب قيمة السهم كتقريب لمؤشر القيمة العادلة

جدول رقم (٨) : المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار عن علاقة مستوي تطبيق أدوات الحوكمة وقيمة الشركات في سوق الأسهم السعودي

م	متغيرات النموذج	t	R^2	F للنموذج	P value
			٣٩,٧	٢,١٨٢	٠,٠٠٧
١	الحقوق العامة للمساهمين.	٠,٧٣			٠,٦٥
٢	تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات.	٠,٢٧			٠,٧٩
٣	حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة.	١,٥٢			٠,١٣
٤	حقوق التصويت.	٠,١٣			٠,٨٩
٥	حقوق المساهمين في أرباح الأسهم.	٠,٠٥			٠,٩٦
٦	السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح.	٠,٧٩			٠,٤٣
٧	الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.	١,٠٤			٠,٣٠
٨	لجنة المراجعة.	٠,١١			٠,٩٢
٩	الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.	٠,٩٧			٠,٣٤
١٠	مسؤوليات مجلس الإدارة.	٢,٣٨			٠,٠٢
١١	تكوين مجلس الإدارة.	٠,٥٧			٠,٥٨
١٢	لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها.	٠,١٤			٠,٨٩
١٣	لجنة الترشيحات والمكافآت.	١,١٩			٠,٢٤
١٤	اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال.	٠,٥٤			٠,٥٩
١٥	مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.	٠,٧٦			٠,٤٥
١٦	تعارض المصالح في مجلس الإدارة.	٠,٥٠			٠,٦١

ويتضح من الجدول أن القوة التفسيرية لمتغيرات الحوكمة في تفسير التغيرات في قيمة الشركات في السوق بلغت ٣٩,٧ % . معنى ذلك أن هناك نسبة ٦٠,٣ % من التغيرات في قيمة الشركات لا تفسره عوامل الحوكمة، ولكن تفسره عوامل أخرى.

ويظهر نموذج الانحدار السابق وجود علاقة جوهرية بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة ومستوى أداء الشركات في سوق الأسهم السعودي ، حيث أن قيمة F المحسوبة ٢,١٨ أكبر من قيمة F الجدولية ١,٨٤على أساس مستوي معنويه ٠,٠٥، مما يعنى معنوية مقبولة للاختبار. ما سبق يعطى مؤشرا حول دور مستوي تطبيق أدوات الحوكمة في تحسين القيمة العادلة لأسهم الشركات في سوق الأسهم السعودي.

وتوضح نتائج الاختبارات على مستوي كل مؤشر بصورة مستقلة أن معظم القيم الخاصة باختبار t للمتغيرات أو مؤشرات الحوكمة غير معنوية: وكما سبق يعد هذا وهذا يعد مؤشرا حول وجود علاقة ارتباط بين تلك المؤشرات مع بعضها البعض، بما قد ينشأ عنه وجود مشكلة الارتباط الذاتي الخطى **Multicollinearity**، والتي قد يتسبب عنها احتمال عدم معنوية معامل انحدار إحداها عند إجراء تحليل الانحدار المتعدد لتلك المتغيرات في علاقتها مع قيمة الشركة . وفي ضوء هذه المؤشرات الإحصائية يمكن القول بإمكانية رفض فرضية العدم وبالتالي قبول الفرضية بوجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة وقيمة الشركات في سوق الأسهم السعودي.

اختبار الفرضية الرابعة

H0: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتطبيق نظم الحوكمة على تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة* للشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي.

لإختبار هذه الفرضية أيضا، فقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في بناء علاقة انحدار بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة كمتغير مستقل، والمتغير التابع وهو فجوة التوقعات والذي يعبر عن الفرق بين القيمة السوقية والقيمة العادلة المتوقعة للشركات في سوق الأسهم السعودي. وقد كان النموذج الخاص بتلك العلاقة في الصورة التالية:

* تم تقدير القيمة العادلة لأسهم الشركات في ضوء مضاعف السعر للعائد كتقريب لمؤشر هام بالنسبة للمستثمرين يوضح ثقة المستثمرين في وضع الشركة الحالي وازدهارها المستقبلي. وفي السوق السعودي تتوافر المؤشرات الخاصة بمكررات أو مضاعفات الأسهم ، حيث تصدر عن هيئة سوق المال .

$$Y = 98.47 + 6.78 X_1 + 4.96 X_2 + 12.19 X_3 + 1.74 X_4 + 3.56 X_5 + 2.33 X_6 + 8.87 X_7 + 0.03 X_8 + 10.41 X_9 + 18.31 X_{10} + 3.06 X_{11} + 4.69 X_{12} + 7.88 X_{13} + 2.46 X_{14} + 6.94 X_{15} + 2.63 X_{16}$$

ويوضح الجدول رقم (٩) أهم المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار المعبر عن تلك العلاقة.

جدول رقم (٩) : المؤشرات الإحصائية لنموذج الانحدار عن علاقة مستوي تطبيق أدوات الحوكمة وفجوة التوقعات عن قيمة الشركات في سوق الأسهم السعودي

م	متغيرات النموذج	t	R^2	F للنموذج	P value
			٠,٤٣	٢,٤٩٥	٠,٠٠٧
١	الحقوق العامة للمساهمين.	٠,٦٥			٠,٥٢
٢	تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات.	٠,٤٧			٠,٦٤
٣	حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة.	١,٠٥			٠,٢٩
٤	حقوق التصويت.	٠,١٩			٠,٨٥
٥	حقوق المساهمين في أرباح الأسهم.	٠,٣١			٠,٧٦
٦	السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح.	٠,٢٣			٠,٨٢
٧	الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.	٠,٨٢			٠,٤٢
٨	لجنة المراجعة.	٠,٠٣			٠,٩٩
٩	الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.	١,٠١			٠,٣٢
١٠	مسؤوليات مجلس الإدارة.	١,٩١			٠,٠٥
١١	تكوين مجلس الإدارة.	٠,٣٧			٠,٧١
١٢	لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها.	٠,٥٩			٠,٥٦
١٣	لجنة الترشيحات والمكافآت.	٠,٨٣			٠,٤١
١٤	اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال.	٠,٢٩			٠,٧٧
١٥	مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.	٠,٦٧			٠,٥١
١٦	تعارض المصالح في مجلس الإدارة.	٠,٣٢			٠,٧٥

ويتضح من الجدول أن القوة التفسيرية لمتغيرات الحوكمة في تفسير التغيرات فـــي فجوة التوقعات للشركة بلغت ٤٣ % . معنى ذلك أن هناك نسبة ٥٧ % من التغيرات فـــي فجوة التوقعات لا تفسره عوامل الحوكمة، ولكن تفسره عوامل أخرى.

ويظهر نموذج الانحدار السابق وجود علاقة جوهرية بين مستوي تطبيق أدوات الحوكمة وتخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركات في سوق الأسهم السعودي، حيث أن قيمة F المحسوبة ٢,٤٩٥ أكبر من قيمة F الجدولية ١,٨٤على أساس مستوي معنويه ٠,٠٥ ، مما يعنى معنوية مقبولة للاختبار. وما سبق يعطى مؤشرا حول دور مستوي تطبيق أدوات الحوكمة في خفض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركات في سوق الأسهم السعودي. وجدير بالذكر أن التحليل على مستوي كل مؤشر بصورة مستقلة يوضح أن معظم القيم الخاصة باختبار t لمؤشرات الحوكمة غير معنوية. وكما سبق الاشارة إليه فإن هذا يعد مؤشرا حول وجود علاقة ارتباط بين تلك المؤشرات مع بعضها البعض، بما قد ينشأ عنه وجود مشكلة الارتباط الذاتي الخطى، والتي قد يتسبب عنها احتمال عدم معنوية معامل انحدار إحداها عند إجراء تحليل الانحدار المتعدد لتلك المتغيرات في علاقتها مع فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركة. وفي ضوء المؤشرات الإحصائية السابقة يمكن القول بإمكانية رفض فرضية العدم وبالتالي قبول الفرضية بوجود تأثير لتطبيق نظم الحوكمة على تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي.

القسم الخامس

خلاصة البحث والنتائج والتوصيات

٥–١ خلاصة ونتائج البحث

تعد العلاقة بين نظم الحوكمة وأداء وقيمة الشركة من القضايا الهامة بين الأكاديميين والتطبيقيين على حد سواء، ومع ذلك فحتى الآن فإن النتائج المتوافقة بين تلك الدراسات على المستوى التطبيقي لم يتم الوصول إليها بعد. ويمكن عزو هذا الاختلاف في النتائج جزئياً لمقاييس الحوكمة المستخدمة من حيث الصحة والموضوعية في تلك المقاييس.

وقد هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بمفهوم الحوكمة وتقييم مدى تواجد عناصره ومقوماته الرئيسية في الشركات السعودية. وقد تم دراسة وتحليل مفهوم الحوكمة وتعريفه، وحصر عناصره ومقوماته الرئيسية.

وفي هذا الصدد قامت هذه الدراسة بتطوير مجموعة من المؤشرات التي تشكل إطاراً شاملاً لعوامل الحوكمة من أجل تلافي أخطاء القياس ولتطوير هيكل حوكمة مترابط. ولقد توصلت الدراسة إلى ستة عشر مؤشراً للحوكمة مأخوذ بها في المملكة العربية السعودية. وهذه المقاييس التي تم اختيارها تم ترتيبها في شكل متكامل لمؤشرات صحيحة وموضوعية لنظم الحوكمة. ولقد تم تقويم العلاقة بين تلك المؤشرات وكل من أداء وقيمة المنشأة وفجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركة في السوق.

وقد خلصت الدراسة إلى أن هذا المفهوم هو بمثابة نظام شامل يتضمن مقاييس لأداء الإدارة الجيد ومؤشرات حول وجود أساليب رقابية تمنع أي طرف من الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة داخليا أو خارجيا من التأثير بصفة سلبية على أنشطة المنشأة، وبالتالي ضمان الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يخدم مصالح جميع الأطراف بطريقة عادلة تحقق الدور الإيجابي للمنشأة لصالح ملاكها وللمجتمع ككل. ولقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين مؤشرات الحوكمة المختارة وكل من أداء الشركة وقيمة الشركة. كما خلصت الدراسة أيضا إلى الفرضيات التالية:

- وجدت الدراسة أن حوكمة الشركة لها أثر ضخم علي قيمة الشركات السعودية، وهي تعتبر المصدر الأساسي للتباين في النسبة بين القيمة السوقية الفعلية لرأس المال والقيمة السوقية المحتملة لرأس المال.
- إن حوكمة الشركات ليست هدفاً في حد ذاتها، فهي لا تتعلق بعملية رقابية إجرائية شكلية أو بالالتزام الدقيق بإرشادات خاصة بحوكمة الشركات أو بملاحظة ومراعاة سلوك إداري. إن ما تهدف إليه هو تحسين أداء الشركات وضمان حصولها علي رأس المال بتكلفة معقولة. إن المقصد النهائي من حوكمة الشركات هو تحقيق أفضل أداء تنافسي يمكن للشركة أن تحققه في نطاق بيئتها الاقتصادية إلي جانب تمكنها من الحصول علي رأس المال المطلوب لتحقيق النمو والتطور.
- هناك علاقة بين نوعية الحوكمة ودرجة الأداء الاقتصادي للشركة، إذ أن الشركات التي تتمتع بالحوكمة الجيدة بها مديرين جيدون، وهي توحي للمستثمر بالثقة، وتعمل علي تخفيض مخاطر الاستثمار– والنتيجة هي تخفيض تكلفة رأس المال، والتي إذا ما أخذت جنبا إلي جنب مع النتائج الأخرى للحوكمة الجيدة– مثل كفاءة التشغيل والإستراتيجية السليمة– لا بد أن تعمل علي زيادة الأداء الأفضل للشركات.
- ازدياد إدراك مستثمري الأجل الطويل بأن الحوكمة الأفضل للشركات ستؤدي إلي عوائد أعلي وأكثر تأكدا للمساهمين. وتقوم أسواق المال الدولية حاليا بخفض التقييم السوقي للشركات التي يعتقد أنها ذات حوكمة ضعيفة. والسبب في هذا التخفيض هو التوقع بأن ضعف الحوكمة وممارسات المساهمين في الأجل الطويل، قد تؤدي إلي مخاطر أكبر والي أداء أكثر ضعفا للشركة.
- التحسن في حوكمة الشركات ينبغي أن ينظر إليه علي أنه يمثل كسبا لكافة الأطراف، فهو يحقق كسبا للشركة من خلال تخفيض تكلفة رأس المال وتحسين الأداء، ويحقق كسبا للمساهمين عن طريق النشاط المستقر والمستمر والأكثر كفاءة للشركات. والنتيجة هي العمالة والفرص المتاحة.
- الحوكمة الجيدة للشركة عن طريق المحاسبة أمام مجلس الإدارة، تؤدي إلي أداء اقتصادي أفضل. وأن المحاسبة عن المسئولية تؤدي ببساطة إلي تحسين قدرة

المنشأة علي إنتاج الثروة، كما أن المعرفة المؤكدة بالخضوع للتدقيق والمراجعة تعمل علي تحسين تحمل المسئولية والأداء علي كافة المستويات في المنشأة.

- لا يمكن التأكيد بالقول بأن الحوكمة الفعالة للشركة يمكنها أن تضمن الأداء في كل شركة علي حدة. إذ أن هناك عوامل كثيرة أخرى تؤثر علي أداء الشركات. إلا أن الحوكمة الجيدة من خلال إشراف ورقابة مجلس الإدارة تزيد من احتمالات سرعة استجابة الشركة للتغيرات في بيئة الأعمال والأزمات والفترات الحتمية للهبوط في الأعمال، بما يؤكد للمستثمرين أن استثماراتهم ستظل في أمان مع الأمل في حصولها على عائد. كما أن إشراف مجلس الإدارة ينبغي أن يعمل على منع التهاون الإداري، وعلى تركيز اهتمام المديرين على تحسين أداء المنشأة. كما ينبغي أن يعمل على ضمان استبدال المديرون الذين يخفقون في أداء عملهم.

٥-٢ محددات الدراسة

كما هو الحال في معظم الدراسات الاستكشافية، فإن هناك محددات معينة يجب تؤخذ في الحسبان عند تفسير النتائج التي توصلت إليها الدراسة، أو بمعنى آخر تفسر نتائج الدراسة من خلال تلك المحددات. وتتمثل محددات هذه الدراسة فيما يلي:

١) على الرغم من أن هذه الدراسة قد حددت العلاقة بين مؤشرات الحوكمة والمقاييس المحاسبية المستخدمة باستخدام نموذج علاقة خطي، إلا أن بعض العلاقات قد تأخذ الصورة غير الخطية.

٢) هذه الدراسة لم تأخذ في الحسبان بصورة كافية أثر كافة العوامل الاقتصادية الأخرى على المقاييس المحاسبية المختارة، أو أثر علاقة المقاييس المحاسبية على بعضها البعض.

٣) رغم الدقة العالية التي تم توخيها والأخذ بها ومراعاتها عند تحديد مقاييس ومؤشرات الحوكمة، فإنه لعدم وجود إطار شامل حتى الآن لتقويم خصائص المؤشرات والمقاييس التي تكون الإطار المتكامل للحوكمة.

٥-٣ توصيات البحث

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج فإنه يمكن تقـديم مقترحـات بتوصـيات لدراسات وبحوث مستقبلية فى هذا الصدد وهى:

١. ضرورة الأخذ في الاعتبار المعلومات الأخرى المؤثرة فـى قيـاس أداء وقيمـة الشركة بخلاف نظم الحوكمة.
٢. إعادة إجراء نفس الدراسة ولكن بعد صدور القـرار الإلزامـي علـى الشـركات السعودية بتطبيق نظام الحوكمة من هيئة سوق المال السعودي.
٣. إجراء نفس الدراسة في مجتمعات أخرى لبيان أثر الاختلافات البيئيـة والثقافيـة والتشريعية على نظم الحوكمة من جهة، ومن جهة على درجة تأثيرها فـي أداء وقيمة المنشأة وخفض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة لأسـهمها فـي سـوق الأوراق المالية.
٤. إجراء مزيد من الدراسات الأخرى عن تأثيرات نظم الحوكمـة علـى متغيـرات تنظيمية أخرى سواء في بيئة محددة أو بين بيئات مختلفة.

مراجع الدراسة

أولا: مراجع عربية

- التونسي، فهد " A Cross-Firm Analysis of the impact of Corporate Governance Practices on Corporate Performance in Saudi Arabia" ، الإفصاح والشفافية ودورهما في دعم الرقابة والمساءلة في الشركات السعودية، الندوة العاشرة لسبل تطوير المحاسبة، جامعة الملك سعود بالقصيم ، كلية الاقتصاد والإدارة١٨، ١٤٢٤ هـ / ٢٠٠٣ م
- الصياد، جلال & الصياد، مصطفي جلال " المعاينة الإحصائية" ، القاهرة ، مكتبة عين شمس، بدون تاريخ.
- شوقي، ماجد " Corporate Governance in the Middle East and North Africa and Future Challenges" ، الإفصاح والشفافية ودورهما في دعم الرقابة والمساءلة في الشركات السعودية، الندوة العاشرة لسبل تطوير المحاسبة، جامعة الملك سعود بالقصيم ، كلية الاقتصاد والإدارة١٨، ١٤٢٤ هـ / ٢٠٠٣ م.
- حسين، صالح " ممارسة وإدارة السلطة في منظمات الأعمال : التطورات العالمية والوضع القائم في المنظمات في مملكة البحرين" : الندوة العاشرة لسبل تطوير المحاسبة،جامعة الملك سعود بالقصيم ، كلية الاقتصاد والإدارة١٨-١٩/٨/ ١٤٢٤ (٢٠٠٣م).
- عبد الرحمن، عادل " دراسة تحليلية وتطبيقية لمفهوم Corporate Governance وإمكانية تطبيقه في الشركات العاملة في البيئة المصرية"، الدراسات والبحوث التجارية، المجلة العلمية لكلية التجارة ببنها، السنة الثالثة والعشرون، العدد الأول، ٢٠٠٣.

ثانياً: مراجع أجنبية

- **Ashbaugh- Skaife, H., D, W, Collins., and R, LaFond., " The effect of corporate governance on firms' credit ratings",**

Journal of Accounting and Economics, Amsterdam, October 2006, Vol 42, No 1/2, p 203.

- **Bai, C, E., Q, Liu., J, Lu., F, M, Song., and J, Zhang., " Corporate governance and market valuation in China", Journal of Comparative Economics", Sn Diego, Vol 32, N0 4, December 2004, P 599.**
- **Bauer, R., N, Guenster., and R, Otten., " Empirical evidence on corporate governance in Europe. The effect on stock returns, firm value and performance", Journal of Asset Management, Vol 5, No 2, August 2004, PP 91-104.**
- **Berle, A., and G. Means., “ The Modern Corporation and Private Property”, MacMillan, New York, 1932.**
- **Blue Ribbon Committee, “ Report and recommendations of the Blue Ribbon committee on improving the effectiveness of corporate audit committee”, The Business Layer, Vol 53, No 3, 1999, PP 1067- 1095.**
- **Cadbury Committee، “Report of the Committees on the Financial Aspects of Corporate Governance”، Gee Publishing، London. 1992.**
- **Chhaochharia, V., Y, Grinstein., " Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 Governance rules", The Journal of Finance, Cambridge, Vol 62, N0 4,August 2007, P. 1789.**
- **Greenbury, R., “ Directors’ Remunerations: Report of the study Group”, Chaired by Sir Richard Greenbury, Gee Publishing, London, 1995.**
- **Labelle, R., "The statement of corporate governance practices (SCGP): a voluntary disclosure and corporate governance perspective", 2002. htt ://www .papers. ssrn. com/ paper. taf.**
- **La Rocca, M., " The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value", Working paper, SSRN working paper series, Rochester, November 2005.**

- Larcker, D, F., S, A, Richardson., " Corporate governance, Accounting outcomes, and organizational performance", The Accounting Review, Vol 82, N0 4, July 2007, PP. 963-1008.
- Millstein، M.، "Introduction to the report and recommendations of the Blue Ribbon Committee on improving the effectiveness of corporate audit committees"، The Business Lawyer، Vol 54، N0 3، 1999، PP 1057- 1066.
- North, D., " Institutional change and economics performance, Cambridge Press, Cambridge, 1990.
- OECD .، "Global Corporate Governance Principals، Paris; OCED، 1998.
- Prasanna, P, K., " Corporate governance- Independent Directors and financial performance: An empirical analysis", Working paper, SSRN working paper series, Rochester, January 2006.
- Shleifer and Vishny، "A survey of Corporate Governance"، Journal of Finance، 1999.
- Stephen, R., and C, Brian., " Does Corporate Governance matter to Canadian Investors", Canadian Investment Review, Vol 17, No 3, Fall 2002, PP 19-26.
- Thomsen, S., and T, Pedersen., " European Models of Corporate Governance", Working Paper, Copenhagen Business School, Institute of International Economics and Management, Denmark, 1995, PP 4- 95.
- Ting, H., I., " When does corporate governance add value" The Business Review, Cambridge, Vol 5, No 2, 2006، PP 196-203.
- Weir, C.، D، Laing, " Governance Structure, Director independence and Corporate performance in the U.K" European Business Review, Vol 13, No 2, 2001، PP 86-94.
- Writer, N., " Corporate Governance and the financial Sector, Balance Sheet, Vol 9, No 2, 2001.

– **Wright، D.، "Evidence on the relation between Corporate Governance characteristics and the quality of financial reporting"، working paper، University of Michigan، 1996. In Corporate Governance, Accountability, and Pressures to Perform: An international study, JAI Press, 1998, PP 333-362.**

نموذج الإستبيان

تقديم

يعرف مفهوم حوكمة الشركات لأغراض الدراسة الحالية بأنه مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين الإدارة في الشركات والمساهمين وأصحاب المصالح من خلال مجموعة من الآليات في شكل إجراءات وأساليب لإدارة الشركة وتوجيه نشاطاتها بما يؤدي إلى ضمان تطوير الأداء والإفصاح والشفافية والمساءلة، ومن ثم تعظيم حقوق المساهمين على المدى البعيد وتخفيض فجوة التوقعات الخاصة بتلك الحقوق، بالإضافة إلي يحاول الباحث من خلال هذا الاستقصاء التعرف على مدى التزام الشركات السعودية بتطبيق كل عنصر منها بالشركة، بغرض استخدامها في التعرف على دور نظم الحوكمة في تحديد أداء الشركات وقيمتها وفجوة التوقعات الخاصة بها في سوق الأوراق المالية السعودي..

إسم الشركة : ....

القطاع الذي تنتمي إليه الشركة: ....

(س ١): الآتي قائمة توضح مقومات نظام الحوكمة الفعال، المطلوب منكم أن تضع علامة (√) أمام إجابة واحدة تعبر عن وجهة نظركم حول درجة الأهمية أمام كل مقوم منها . مع رجاء عدم ترك أية عبارة بدون إجابة.

(س ٢): صنفت أبعاد الحوكمة لمقتضيات هذه الدراسة في ثلاث جوانب هي المحاسبية والإدارية والقانونية. والآتي قائمة توضح الإجراءات الأساسية كما وردت بدليل الحوكمة السعودي لتحقيق مقومات نظام الحوكمة الفعال، المطلوب منكم أن تضع علامة (√) أمام إجابة واحدة تعبر عن وجهة نظركم حول طبيعة تبويب كل آلية منها تحت كل بعد من الأبعاد المقترحة. مع رجاء عدم ترك أية عبارة بدون إجابة.

م	المقوم	البعد التصنيفي		
		المحاسبي	الإداري	القانوني
١	الحقوق العامة للمساهمين.			
٢	تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات.			
٣	حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة.			
٤	حقوق التصويت.			
٥	حقوق المساهمين في أرباح الأسهم.			
٦	السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح.			
٧	الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.			
٨	لجنة المراجعة.			
٩	الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.			
١٠	مسؤوليات مجلس الإدارة.			
١١	تكوين مجلس الإدارة.			
١٢	لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها.			
١٣	لجنة الترشيحات والمكافآت.			
١٤	اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال.			
١٥	مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.			
١٦	تعارض المصالح في مجلس الإدارة.			

مسلسل	الآلية	الوزن النسبي عالي الأهمية						ضعيف الأهمية
		٧	٦	٥	٤	٣	٢	١
١	حماية حقوق المساهمين							
٢	المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين							
٣	ضمان دور أصحاب المصالح							
٤	الشفافية والإفصاح							
٥	مسئوليات مجلس الإدارة							

(س٣): المطلوب منكم أن تضع علامة (√) أمام إجابة واحدة تعبر عن وجهة نظركم حول درجة التزام الشركات السعودية بتطبيق مفاهيم وأدوات الحوكمة كما وردت في دليل الحوكمة الصادر عن هيئة سوق المال.

مسلسل	الآلية	الوزن النسبي التزام بالكامل						عدم التزام بالكامل
		٧	٦	٥	٤	٣	٢	١
١	الحقوق العامة للمساهمين.							
٢	تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات.							
٣	حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة.							
٤	حقوق التصويت.							
٥	حقوق المساهمين في أرباح الأسهم.							
٦	السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح.							
٧	الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.							
٨	لجنة المراجعة.							
٩	الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة.							
١٠	مسؤوليات مجلس الإدارة.							
١١	تكوين مجلس الإدارة.							
١٢	لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها.							
١٣	لجنة الترشيحات والمكافآت.							
١٤	اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال.							
١٥	مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم.							
١٦	تعارض المصالح في مجلس الإدارة.							